保险

保险行业深度复盘—纵横二十载，激荡十三年

核心内容：本文详细地对**近 20 年行业基本面进行剖析，并对 13 年来五轮保险股行情从核心逻辑、基本面（负债、投资、政策、其他等）、个股估值与涨幅差异、行情终止原因进行深入复盘**，以期给投资者提供三个问题的解答：

1、什么样的基本面环境下可以出现保险的大行情？

2、保险的大行情中个股的差异与分化如何理解？

3、每轮保险大行情会因为哪些因素或者事件的影响而终结？

2010 年以前：负债高景气，投资大幅波动。行业整体处在负债高景气的阶段，大多数年份实现保费快速增长，上市险企 NBV 大体实现了 20%以上的增速；投资端处在不断放开的阶段，但保险资金运用经验尚不成熟，行业投资收益较低且波动较为明显。**2007 年 3 月至 10 月**，受益权益牛市、加息周期持续催化+包括国十条等政策端全面利好+次新稀缺标的，板块涨幅 174%，超额收益 69%；其中平安弹性持续较高，P/EV 估值一度达到 7 倍以上接近国寿，金融危机以及个股融资和大额解禁等事件影响使得行情终结。**2008 年 10 月至次年 7 月**，由于低估值下权益牛市、利率回升+负债开门红超预期+政策端刺激，板块涨幅 177%，超额收益 78%；其中平安、太保涨幅明显领先，市场兼顾关注业务质量及估值水平，个股 P/EV 触及 3 倍以上，随着牛市行情结束及利率趋势下行而结束本轮行情。

2010-2014 年：资负两端持续施压，五年弱势行情。行业整体处于弱周期，无论银保及个险渠道或产品层面均持续受到冲击，权益市场延续震荡下行也给公司投资及资本带来压力，负债端以及权益市场的压制使得即便利率上行但在股价及估值层面也无法充分体现。此期间虽有阶段性的小行情，但基本来自板块 β 属性，整体上市险企估值不断向下，P/EV 基本回落至 1 倍以内。

2015-2017 年：高景气、大变革与低利率、治乱象。在费率市场化背景下，保险产品设计灵活度及吸引力持续提升，公司及行业代理人、新单及 NBV 均实现快速增长，不少重磅政策落地，行业景气度持续向上。但 2016 年低利率环境显著压制保险股估值至 0.9 倍以内，同时部分中小公司资产负债端行为过于激进，引发监管力度持续加大。**2014 年底至次年 5 月**，费改下开门红显著改善+权益牛市、降息周期下长端利率 3.5%左右高位稳定+新国十条等政策显著利好，板块涨幅 117%、超额收益 17%，此轮行情下纯寿险标的尤其是国寿股价及估值表现领先，随着牛市终结及利率持续下行而结束。**2017 年 4 月至 11 月**是保险股最好的 α 行情，板块涨幅 106%、超额收益 8%，市场也对保险业务及估值形成更深刻认知，蓝筹结构性牛市、长端利率稳定在 3.5-3.9%水平以及 NBV20%以上增长使得资产负债两端全面利好，同时价值转型及深耕保障获得持续估值溢价，平安估值提升至 1.7 倍以上逐步对标友邦，本轮行情随着 18 年开门红的大幅不及预期以及长端利率下行而终结。

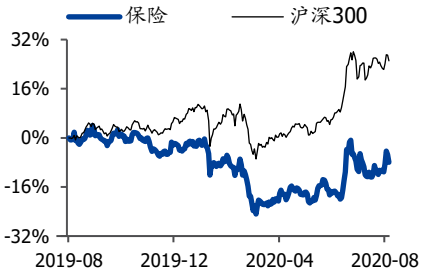
2018-2020 年：弱势行情主导，阶段性超额机会。受到包括监管文件、行业竞争环境恶化、利率及经济下行的影响，保险板块整体处在弱势行情，大多数时间里跑输大盘，资产端和负债端的基本面持续承压，但底部估值叠加基本面改善仍有明显超额收益的机会。**2019 年初至 4 月**，0.7 倍的底部估值下开门红较 2018 年相对改善，同时长端利率稳定在 3%以上并短期上行至 3.4%叠加春季行情，板块涨幅 56%，实现超额收益 23%，个股间差异并不明显，更多为行业性普涨，随着利率下行以及权益市场调整而结束上涨。

2020Q3 行情并未结束：7 月以来至当前（8.19 日）保险板块上涨 14.9%，板块虽并未实现明显超额收益，但个股层面分化显著，国寿、新华弹性明显。本轮行情主要由长端利率底部回升+权益市场上行带来的 β 行情主导，依照历史经验看本轮行情并未结束，投资端利率预期稳定、权益整体向好；行业景气度有望步入新一轮的上行周期，养老、重疾等政策仍值得期待，**当前仍是兼顾个股基本面及预期与估值性价比的持续布局阶段**。

风险提示：权益市场下行风险；长端利率下行风险；开门红不及预期风险。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 马婷婷
执业证书编号：S0680519040001
邮箱：matingting@gszq.com
分析师 赵耀
执业证书编号：S0680519090002
邮箱：zhaoyao@gszq.com

相关研究

1、《保险：资负两端均有催化，底部估值配置价值凸显—2020 年中期策略》2020-07-06

2、《保险：资负两端均有催化，底部估值配置价值凸显—2020 年中期策略》2020-07-06

3、《保险：解密险资资产配置与投资偏好—投资端研究之一》2020-05-19

VISIT…

扫码免费领取资料

房中术{www.nblax520.com}专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

更多免费教程：英语学习，技能提升，PS 教学，投资赚钱，音乐教程，口才教学，情商提升，风水教学，心理学，摄影知识，幼儿学习，书法学习，记忆力提升等等.....

==========

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ：167520299 或添加微信：1131084518（备注 学习）

扫码加微信lax988988领取资料

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能，理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课，全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信：1131084518

1、东方性经
2、印度 17 式
3、口交技巧 3 部
4、港台性姿势 3 部
5、365 性姿势 6 部
6、泰国性爱密经 17 式
7、花花公子性技巧 6 部
8、阁楼艳星性技巧 7 部
9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
11、古代宫廷性保健系列 14 部
12、汉唐宋元明清春宫图真人
13. 柔软性爱宝典 日本 9800 课
14. 李熙墨 3999 全套课
15. 妖精性爱课 2888
16. 李银河全套性课
17. 领统统性课
18. 德勇男性篇
19. 德勇男性篇
20. 缓慢性爱
21. 亚当多体位搭配篇
22. 亚当多体位结合篇
23. 德勇克服早泄讲座练习
24. 德勇以女性为中心得爱抚
25. 加藤鹰接吻爱抚舌技
26. 加藤鹰指技
27. 加藤鹰四十八手入门
28. 佐藤潮吹教学
29. 佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
30. 佐藤男人早泄对抗训练
31. 阿拉伯延时训练

32. 田渊正浩秘籍
33. 异性性快感集中训练教学
34. 自我愉悦锻炼密宗
35. 铁牛全套延时训练课
36. Pc 机锻炼真人视频教学
37. 印度性经全集 8 部
38. 21 世纪性爱指南
39. 香蕉大叔男女训练馆全套
40. 中美真人性治疗教学+理论
41. 女性闺房秘术
42. 幸福玛利亚性课
43. 陈见如何释放性魅力征服
44. 性爱技巧讲座全套
45. 性爱秘籍全套
46. 性爱误区讲座
47. 性病讲解大全
48. 性博士讲座合集
49. 性健康和性高潮合集
50. 性教育讲座合集
51. 性能力课堂合集
52. 性生活问题解析合集
53. 意外怀孕和避孕处理课堂
54. 性感地带探索
55. 性技巧讲座
56. 性健康与性卫生讲座
57. 性生活专家答疑
58. 性心理与性道德合集
59. 性爱宝典合集
60. 性爱技巧合集
61. 完美性爱演示
62. 完美性爱技术讲解
更多精品等你来解锁哦.....

内容目录

一、五轮保险股牛市均实现超额收益，但长周期估值中枢下行 5
1.1 历史上保险股共经历五轮牛市板块行情 5
1.2 但从估值角度，长期处在下行周期 6
二、2010 年以前基本面：负债高景气，投资大幅波动 8
2.1 险种持续创新，负债持续高增长 9
2.2 投资端持续放开，收益率波动较为明显 11
2.3 2007 年情：次新稀缺标的+资产端持续催化+政策端全面利好 14
2.4 2008 年底-2009 年中行情：低估值下的投资企稳、负债超预期机会 18
三、2010-2014 基本面：资负两端持续施压，五年弱势行情 21
3.1 保险指数回落过半，估值跌至 1 倍以下 21
3.2 负债持续承压，产品、渠道均受到明显影响 22
3.3 权益市场持续疲软，加息影响有所钝化，资本补充需求明显 25
3.4 弱势行情下的阶段性机会主要来自保险股的 β 属性 27
四、2015-2017 基本面：高景气、大变革与低利率、治乱象 27
4.1 重磅政策持续落地，行业景气度显著提升 27
4.2 行业乱象频发，低利率潜藏危机 29
4.3 2015 年行情：负债显著改善+牛市行情+政策支撑 30
4.4 2017 年行情：α 行情下保险股投资最好的时代 33
五、2018-2020 基本面：弱势行情主导，阶段性超额机会 37
5.1 负债低景气投资低利率，估值持续创新低 37
5.2 2019Q1 行情：开门红预期相对改善+利率底部企稳+权益市场上行 40
5.3 2020Q3 行情：长端利率底部回升+权益市场上行带来的 β 行情主导 41
风险提示 43

图表目录

图表 1：保险指数与上证指数历史走势情况 5
图表 2：每一轮保险上涨行情的核心要素复盘 6
图表 3：上市险企 P/EV 估值情况（2007 年以来） 7
图表 4：上市险企 P/EV 估值情况（2009 年以来） 7
图表 5：上市险企 P/B 估值情况（2007 年以来） 8
图表 6：保险行业研究框架 8
图表 7：寿险保费收入及同比增速情况（亿元） 9
图表 8：我国 1 年期定期存款利率于寿险预定利率情况 10
图表 9：2000 年以后我国人身险产品结构变化情况 10
图表 10：人身险公司保费收入增速与前一年保险投资收益率高低呈现明显正相关性 10
图表 11：上市险企寿险保费收入及增速情况（亿元） 11
图表 12：上市险企 NBV 及增速情况（亿元） 11
图表 13：2010 年以前监管持续放开保险资金投资 11
图表 14：2010 年以前保险资金资产配置情况 13
图表 15：2010 年以前保险资金运用收益率情况 13
图表 16：2010 年以前上市险企净投资收益率情况 14
图表 17：2010 年以前上市险企总投资收益率情况 14
图表 18：保险股市值/上证综指市值情况 15

图表 19：我国 GDP 与同比增速情况.....15
图表 20：2007 年处在持续加息周期（%）.....16
图表 21：四家上市险企人身险保费收入市占率情况.....16
图表 22：2007 年保险板块与上证指数相对涨跌情况.....17
图表 23：2007 年保险板块与个股相对涨跌情况.....17
图表 24：2007 年上市险企 P/EV 估值情况.....17
图表 25：2007-2008 年保险个股及大盘相对走势情况.....18
图表 26：2007-2008 年保险个股 P/EV 估值情况.....18
图表 27：2009M1 上市险企保费收入及同比增速情况（亿元）.....19
图表 28：2010 年以前保险行业代理人数量及同比情况（万人）.....19
图表 29：2008-2009 年保险板块走势及长端利率情况.....19
图表 30：2008-2009 年上证指数与保险公司股基配置情况.....19
图表 31：2009 年保险行业的政策推进情况.....20
图表 32：2008-2009 年保险个股及大盘相对走势情况.....21
图表 33：2008-2009 年保险股 P/EV 估值情况.....21
图表 34：2010-2014 年保险板块与上证综指走势情况.....22
图表 35：2010-2014 年保险板块于上证综指历年表现情况.....22
图表 36：2009-2014 年上市险企 P/EV 估值情况.....22
图表 37：我国人身险公司总保费渠道结构情况.....23
图表 38：上市险企银保渠道总保费占比情况.....23
图表 39：上市险企银保渠道新单保费占比情况.....23
图表 40：2009-2014 年行业代理人数量及同比情况（万人）.....24
图表 41：2009-2014 年人身险行业 1 月及全年保费收入及同比情况（亿元）.....24
图表 42：2009-2014 年人身险公司保费收入结构及分红险保费规模情况.....25
图表 43：2010-2014 年上市险企 NBV 及增速情况（亿元）.....25
图表 44：2010-2014 年上市险企 EV 及增速情况（亿元）.....25
图表 45：2009-2014 年上市险企及行业总投资收益率情况.....26
图表 46：2009-2014 年上市险企净投资收益率情况.....26
图表 47：2010-2014 年保险板块走势与 10 年期国债到期收益率情况.....26
图表 48：2009-2014 年上市险企偿付能力充足率情况.....27
图表 49：2013-2017 上市险企 NBV 增速情况.....28
图表 50：2013-2017 行业代理人数量及增速情况（万人）.....28
图表 51：2013-2017 上市险企总投资收益率情况.....29
图表 52：2013-2017 上市险企 EV 及增速情况（亿元）.....29
图表 53：2015-2016 年保户投资款占比显著提升.....29
图表 54：月度保户投资款新增交费及同比情况（亿元）.....29
图表 55：2015-2016 年 10 年期国债到期收益率与保险公司估值情况.....30
图表 56：行业 1 月及 1 季度寿险保费占比及增速情况.....31
图表 57：2014 年 1 月上市险企开门红保费增速情况.....31
图表 58：2015 年行情处在利率下行环境的平台期.....31
图表 59：保险行业资金运用情况.....32
图表 60：保险资金投资收益率与上证综指涨跌情况.....32
图表 61：2015 年行情下保险个股及大盘涨幅情况.....33
图表 62：2015 年行情下保险个股 P/EV 估值情况.....33
图表 63：2017 年行情下保险板块及上证指数的相对涨幅情况.....33
图表 64：2017 年长端利率与保险板块走势情况.....34

图表 65：2017 年权益市场涨跌幅情况 34
图表 66：2017Q4 十年期国债 750 天移动平均曲线出现拐点（%） 34
图表 67：2016-2017 年上市险企利润及同比情况（亿元） 34
图表 68：上市险企新单保费缴费期限结构情况 35
图表 69：上市险企总保费中个险渠道占比情况 35
图表 70：上市险企新业务价值率情况 35
图表 71：2017 年上市险企 P/EV 估值逐步对标友邦 36
图表 72：上市险企代理人人均新单保费（元） 36
图表 73：上市险企代理人人均 NBV 费（元） 36
图表 74：2017 年行情下保险个股涨幅情况 37
图表 75：2017-2019 年上市险企 NBV 同比增速情况（亿元） 38
图表 76：2017-2019 上市险企代理人数量及同比情况（万人） 38
图表 77：上市险企投资收益率假设情况 38
图表 78：2017-2019 年上市险企 EV 及同比增速情况 39
图表 79：2017-2019 上市险企 ROEV 增速情况 39
图表 80：2018-2020 年保险个股 P/EV 估值情况 39
图表 81：2018-2020 年保险板块走势复盘 40
图表 82：2019Q1 行情保险个股涨幅情况 41
图表 83：2020Q3 保险个股涨幅情况 42
图表 84：2020Q3 保险个股 P/EV 估值情况 42

一、五轮保险股牛市均实现超额收益，但长周期估值中枢下行

1.1 历史上保险股共经历五轮牛市板块行情

历史上看，保险股的大牛市行情共有五段，在每一轮行情中，保险板块的涨幅均较大盘有明显的超额收益。

- 2007 年 3 月至 10 月末：板块指数涨幅 174%，上证指数涨幅 105%，超额收益 69%；
- 2008 年 10 月末至 2009 年 7 月末：板块指数涨幅 177%，上证指数涨幅 99%，超额收益 78%；
- 2014 年底至 2015 年 5 月：板块指数涨幅 117%，上证指数涨幅 100%，超额收益 17%。
- 2017 年 4 月至 11 月底：板块指数涨幅 106%，上证指数涨幅 8%，超额收益 98%，也是历次保险牛市中唯一的一次独立行情，板块表现出极强的 α 属性。
- 2019 年 1 月至 4 月中：板块指数涨幅 56%，上证指数涨幅 33%，超额收益 23%。

图表 1：保险指数与上证指数历史走势情况

资料来源：Wind，国盛证券研究所

我们在后文中详细地对近 20 年行业基本面进行剖析，并对五轮保险股行情从核心逻辑、基本面（负债、投资、政策、其他）、个股估值与涨幅差异、行情终止原因进行深入复盘，以期给投资者提供三个问题的解答：

- **什么样的基本面环境下可以出现保险的大行情？**
- **保险的大行情中个股的差异与分化如何理解？**
- **每轮保险大行情会因为哪些因素或者事件的影响而终结？**

图表 2：每一轮保险上涨行情的核心要素复盘

时间	涨跌幅			核心逻辑	基本面因素				个股差异	行情终止
	板块	上证	超额		负债	投资	政策	其他		
2007年3.14至10.30	174%	105%	69%	次新稀缺标的+资产端持续催化+政策端全面利好	高景气，保费及NBV基本保持20%以上增速；	权益大牛市；利率处在加息周期，长端利率由3%上行至4.5%；	显著利好：国十条发布；投资端不断放开；产品（重疾投连万能等）规范；所得税政策；	次新稀缺标的、竞争格局利好头部公司；	平安弹性高，估值逐步对标国寿，一度达到7倍以上；	金融危机、股市泡沫、大比例解禁、巨额融资及海外投资亏损、降息等；
2008年10.28至次年7.27	177%	99%	78%	低估值+投资企稳+负债超预期	低预期下开门红表现相对超预期，代理人渠道及银保均有所扩展；	权益牛市；长端利率由底部2.8%逐步回升至3.5%；	仍有刺激：佣金税前列支政策、资产端仍有放开、养老险政策等；	-	平安、太保涨幅明显领先，市场逐步关注业务质量与估值；估值触及3倍以上；	小牛市终结、准则切换影响及利率逐步趋势向下；
2014年11.19至次年5.26	117%	100%	17%	负债显著改善+牛市行情+政策支撑	费改背景下开门红提前，负债大超预期，保费增速创11年以来新高，新渠道崛起	权益牛市；利率处在降息周期的平台期，长端利率维持在3.5%左右；投资端相对更成熟；	显著利好：新“国十条”及加快发展商业健康险文件等；	-	国寿弹性及估值持续领先，达2倍以上；纯寿险标的表现更出色；	牛市终结、利率持续下行压制估值；
2017年4.20至11.21	106%	8%	98%	资产负债全面利好+价值转型获取溢价	NBV增长20%以上，价值率明显提升，险企加大保障型产品销售；	蓝筹结构性牛市；利率上行周期，长端利率稳定在3.5%左右，后上行至3.9%；	-	转型价值及保障获得溢价；折现率拐点释放利润预期；	平安持续获得溢价，其次太保认可度提升，个股估值超过1.5倍逐步对标友邦；	开门红大幅不及预期；利率下行；行业竞争环境恶化；
2019年1.3至4.19	56%	33%	23%	开门红预期相对改善+利率底部企稳+权益市场上行	开门红较18年相对改善；	权益市场春季行情，长端利率稳定在3%以上并短期上行至3.4%；	税收政策带来事件性机会；	-	差异不明显，国寿业绩相对较好，弹性短期凸显但并未获得持续溢价；估值至0.9倍以上；	利率下行；权益市场调整；

资料来源：Wind，国盛证券研究所

1.2 但从估值角度，长期处在下行周期

多因素使得保险股历史估值持续处于高位：内地保险股中国寿、平安均在 2007 年初上市，恰逢牛市以及市场稀缺标的，同时保险行业整体仍处在快速增长阶段，且对于内含价值体系推出时间尚短（2004 年 5 月欧洲保险 CFO 论坛制定了统一的内含价值报告准则，2005 年 9 月原保监会发布《人身保险内含价值报告编制指引》，并于 2006 年 1 月正式实施），市场对如何以内含价值对保险公司进行估值并没有较为全面深刻的认知，且对于使用“EV+新业务价值倍数×NBV”进行估值时，对于如何给予新业务价值倍数存在分歧，叠加稀缺标的原因，因此上市以后保险股估值显著且持续高于当前水平。

当前看保险股的估值长期处在下行周期：以 P/EV 的估值看，上市险企在 2007 年上市时 P/EV 一度上升到 7 倍以上；2009 年以后上市险企的 P/EV 大体上分布在 2.5 倍以内；

2013 年以后基本上在 1.5 倍以内，2018 年以后整体下降至 1 倍以内。

图表 3：上市险企 P/EV 估值情况（2007 年以来）

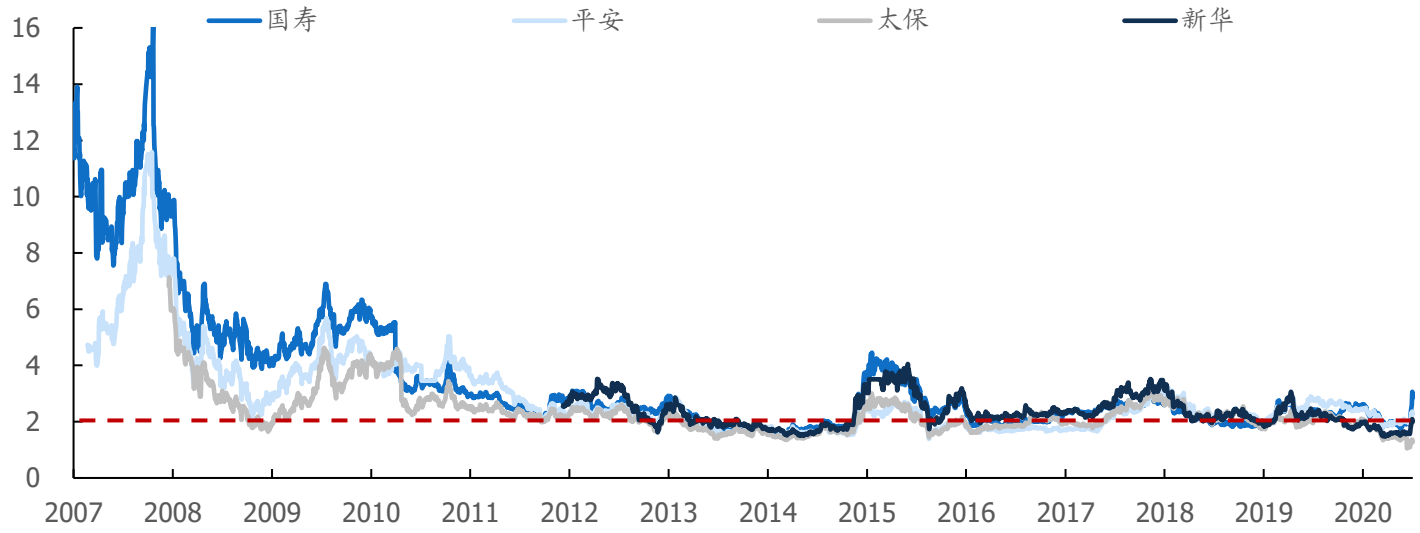
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 4：上市险企 P/EV 估值情况（2009 年以来）

资料来源：Wind，国盛证券研究所

PB 角度看，估值中枢反而更加稳定，近十年在 2 倍左右：如果以 PB 估值作为参考，反而比 P/EV 估值更加稳定，2011 年以来保险股的 PB 基本稳定在 2 倍左右，主要为 EV 中的结构占比的原因，VIFB 快速扩张导致在 EV 中的占比提升。

图表 5：上市险企 P/B 估值情况（2007 年以来）

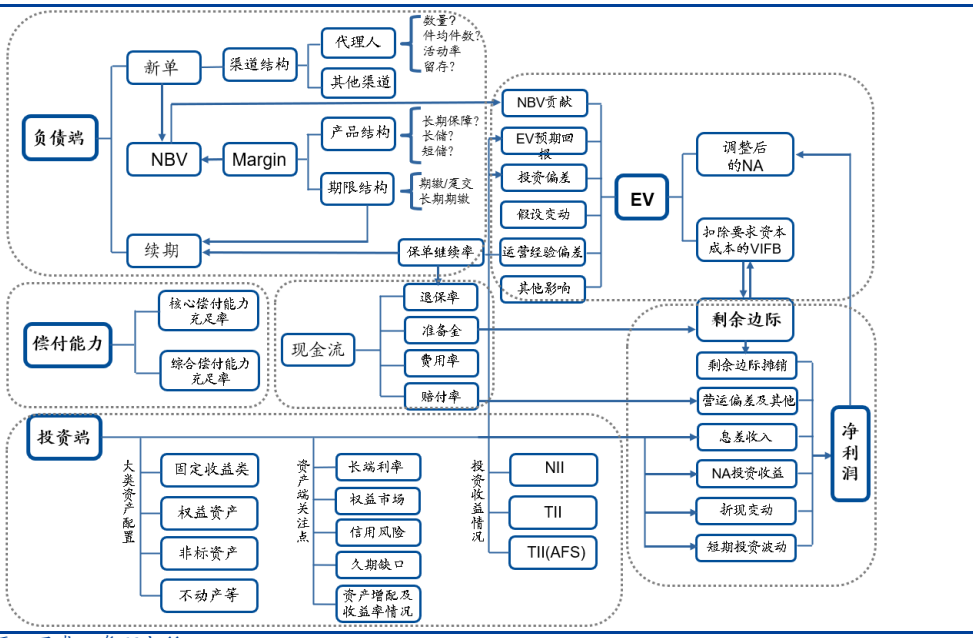


资料来源：Wind，国盛证券研究所

二、2010 年以前基本面：负债高景气，投资大幅波动

我们在前期的保险行业研究框架中梳理了影响保险股股价的核心因素，总结看主要包括：负债端的四要素，包括产品结构、期限结构、渠道结构和代理人，最终通过新单和 Margin 落脚到 NBV 增速上；投资端主要关注资产配置与投资收益率情况；估值层面主要关注内含价值，此外净利润虽然不能客观反映公司当期经营情况，但也会成为股价的影响因素之一。

图表 6：保险行业研究框架



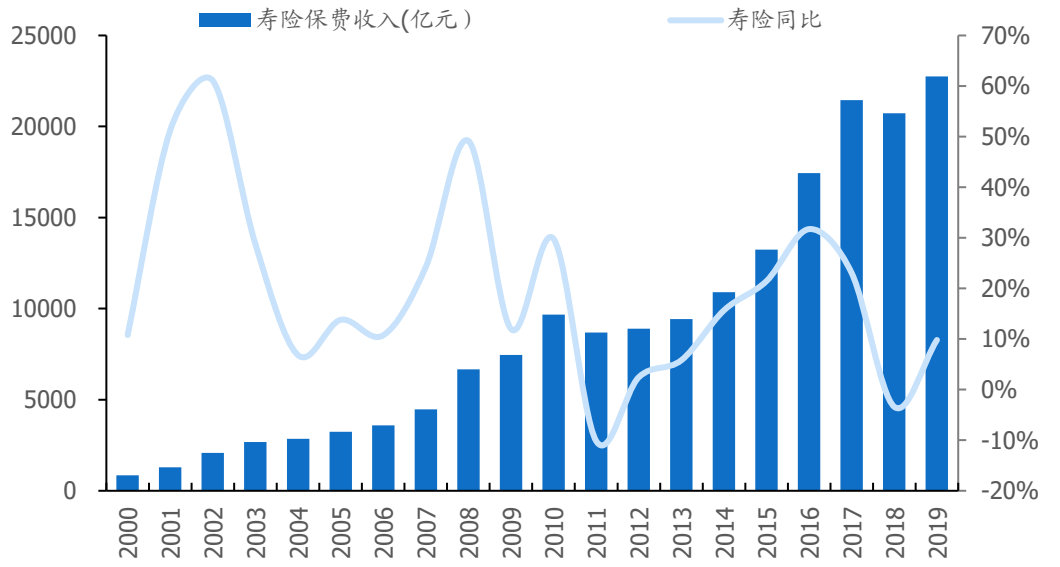
资料来源：国盛证券研究所

2.1 险种持续创新，负债持续高增长

2010 年以前，保险行业整体处在负债高景气的阶段，大多数年份行业保费实现快速增长，同时上市险企的 NBV 大多数年份实现了 20%以上的增速；投资端处在不断放开的阶段，但保险资金运用经验尚不成熟，行业投资收益较低且波动较为明显。

产品创新、销售渠道及区域拓展、需求旺盛推动保费持续高增长：2010 年以前整体人身险行业负债表现出极高的景气度。产品方面，自 1999 年保监会将人身险预定利率限制在 2.5%以内，行业利差损压力相对缓解，分红险、投连险等新产品陆续出现持续推动购买热潮；同时我国寿险公司家数由 2004 年的 27 家增长到 2010 年的 58 家，分支机构也不断扩展，除了个别年份以外，行业保费快速增长，除 2004-2006 年以及 2009 年以外，大多数年份总保费增速达 30%以上。

图表 7：寿险保费收入及同比增速情况（亿元）



资料来源：银保监会，国盛证券研究所

2004-2006 年短期承压：2004-2006 年三年寿险保费收入同比分别+6.8%、13.8%、10.7%，增速相对较低，尤其是 04Q1 保费同比增速为-3.9%，短期的保费增速承压主要有多方因素影响：

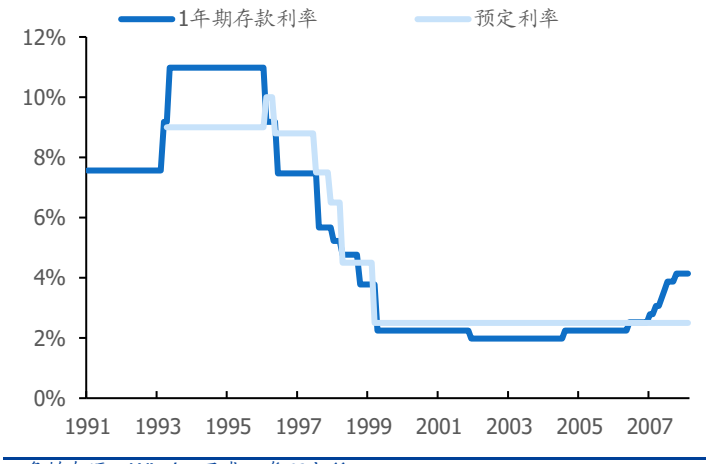
- **前期投资型产品创新导致的高基数：**90 年代后期持续下行的利率环境使得保险公司积累了巨额的利差损，保险公司通过较低保障、风险逐步转移至客户的投资型险种以应对。2000 年起分红险开始出现在我国保险市场，带动行业保费爆发式增长。2001、2002 年 1 月寿险保费收入分别为 174.7 亿元、286.8 亿元，分别同比增长达 145.1%、64.1%，分红险保费由 2001 年的 273 亿元增长到 2003 年的 1681 亿元，在行业占比由 19.1%快速提升至 55.8%。

- **投资型产品主导下资本市场其他金融产品的分流：**在短期形成投资型产品主导的格局下，保险资金投资端尚未放开，收益率相对较低，2002、2003 年行业资金运用收益率仅分别为 3.14%、2.68%，2004 年起持续加息使得保险产品吸引力相对下降，银行理财等产品明显分流。

- **部分公司业务结构的调整：**短期以分红险为代表的投资型险种增速过快，2003 年 5

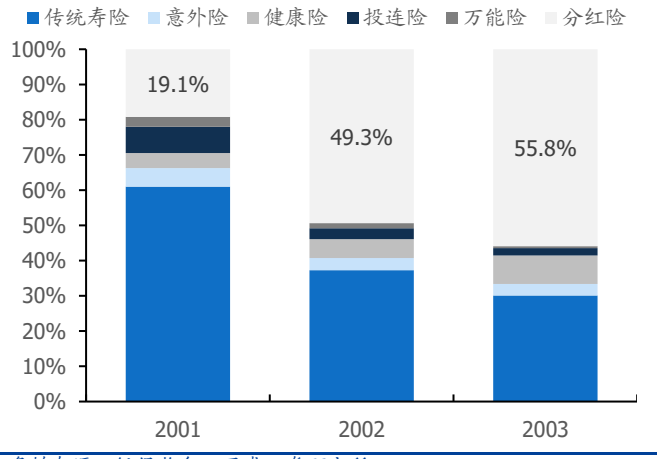
月颁布的《人身保险新型产品精算规定》要求停止销售分红概念包装的健康险产品；2003 年下半年起，部分公司进行业务结构的调整，不再单纯追求规模上升，加大对期缴业务及保障型产品占比，短期分红险及趸缴产品占比明显减少。

图表 8：我国 1 年期定期存款利率于寿险预定利率情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 9：2000 年以后我国人身险产品结构变化情况



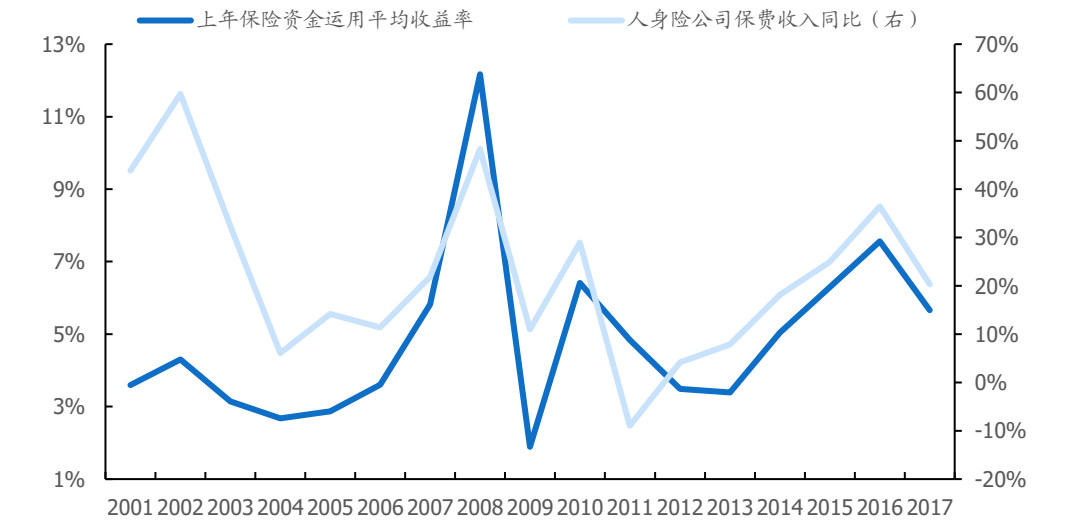
资料来源：银保监会，国盛证券研究所

2009 年相对低增速主要为投资型险种增速下滑及会计政策调整原因：在投资型险种（投连、万能及分红险）为主的产品市场结构下，寿险公司保费收入增速将与前一年保险资金运用投资收益率呈现明显的正相关性：如前一年投资收益较高则分红险产品分红较好、投连险净值增长、万能险结算利率较高，刺激当年产品销售。2008 年由于行业资金运用收益率仅为 1.89%，投连、万能险的明显负增长使得人身险公司保费增速明显下滑，但仍实现 11.0%的增速；此外会计口径同样产生重要影响，2009 年初原保监会发布《关于保险业实施<企业会计准则解释第 2 号>有关事项的通知》，所有保险公司在编制 2009 年财报时均需采取新会计准则，核心要点包括三条：

- 保费收入的确认和计量引入重大保险风险测试和分拆处理；
- 保单获取成本不递延，计入当期损益；
- 采用新的基于最佳估计原则下的准备金评估标准。

2 号准则下投资型险种分拆处理，对保费有一定影响，但行业景气度仍然较高。

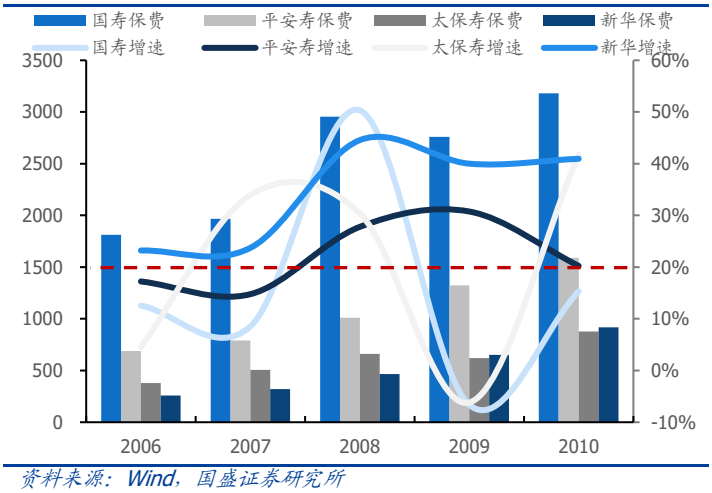
图表 10：人身险公司保费收入增速与前一年保险投资收益率高低呈现明显正相关性



资料来源：银保监会，国盛证券研究所

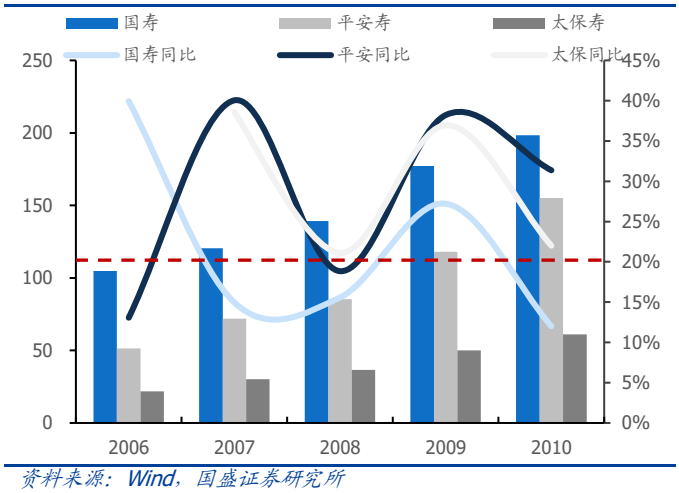
上市险企负债同样高增长，大多数年份 NBV 实现 20%以上的增速：上市险企层面虽然 2009 年主要受会计准则调整影响导致保费收入增速有所下滑，但 NBV 仍然实现了明显的增长，2010 年以前上市险企大多数年份 NBV 基本实现了 20%以上的高增长。

图表 11：上市险企寿险保费收入及增速情况（亿元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 12：上市险企 NBV 及增速情况（亿元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

2.2 投资端持续放开，收益率波动较为明显

2003-2007 年保险公司投资端监管放松的政策频出：2003 年以前险资投资渠道受到严格的限制，仅限于投资银行存款、政府债券、金融债券等资产。2003 年开始险资获准投资基金，此后投资端处于持续放松的阶段，到 2007 年间迎来了一波密集的投资监管放松政策，先后放开了险资对企业债、次级债、可转债、境外资产、股票、非标等大类资产的限制，此后 2009 年起又对股权、银行理财等非标类的投资继续开放。

图表 13：2010 年以前监管持续放开保险资金投资

时间	类别	趋势	文件	事项
1995	存款	-	《中华人民共和国保险法》	《保险法》第 104 条规定，保险公司的资金运用，限于在银行存款、买卖政府债券、金融债券和国务院规定的其他资金运用形式。保险公司的资金大多以存款形式进入银行；
1999.5	中央企业债	扩展渠道	《保险公司购买中央企业债券管理办法》	经国务院批准，保险公司可以在中国保监会申请、国务院批复的额度内购买信用评级在 AA+以上的部分中央企业债券，包括铁路、三峡、电力等；
1999.1	基金	扩展渠道	《保险公司投资证券投资基金管理暂行办法》	保险公司投资基金占总资产的比例不得超过中国保监会核定的比例；
2003.1	证券投资基金	扩展渠道	《保险公司投资证券投资基金管理暂行办法》	允许保险机构投资证券投资基金，投资比例不超过公司上季末总资产的 15%；
2003.6	企业债	放松：扩展渠道/提升比例	《保险公司投资企业债券管理暂行办法》	为适应保险资金运用规模日益扩大的情况，允许保险公司投资评级在 AA 级以上的企业债券，同时保险公司投资企业债券的比例限制也由原来的 10%提高到 20%；
2004.3	银行次级债	扩展渠道	《关于保险公司投资银行次级定期债务有关事项的通知》	为改善保险公司资产负债匹配状况，有效分散风险，允许保险公司投资银行次级定期债务；
2004.7	可转债	扩展渠道	《关于保险公司投资可转换	允许保险公司投资可转债，但暂不得转换成股票，标志着保险资金

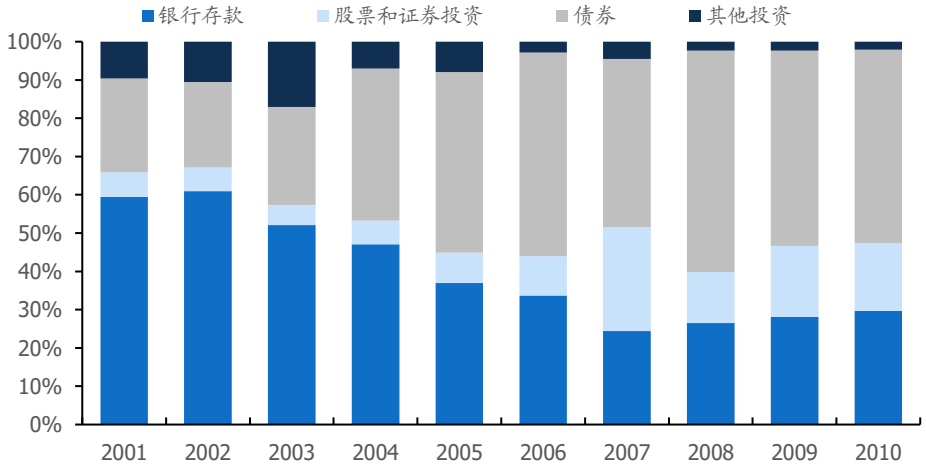
			公司债券有关事项的通知》	以多种方式直接进入资本市场迈出重要一步；
2004.8	境外投资品	扩展渠道	《保险外汇资金境外运用管理暂行办法》	允许保险机构以其自有外汇进行境外投资；
2005.2	境内股票	扩展渠道	《关于保险机构投资者股票投资有关问题的通知》	允许保险机构在向保监会提出股票投资业务申请获得批准后投资境内股票。投资限额：传统保险，公司上年末总资产扣除投资连结保险产品资产和万能保险产品资产后的 5%；投资连接险，产品账户资产的 100%；万能寿险，产品账户资产的 80%；
2006.3	非标	扩展渠道	《保险资金间接投资基础设施项目试点管理办法》	允许保险资金采取债权、股权、物权及其他可行方式，投资交通、通信、能源、市政、环境保护等国家级重点基础设施项目。人寿、财产保险公司投资的余额，按成本价格计算分别不得超过公司上季度末总资产的 5%、2%；
2006.6	非标	鼓励投资	《国务院关于保险业改革发展的若干意见》	稳步扩大保险资金投资资产证券化产品的规模和品种，开展保险资金投资不动产和创业投资企业试点；支持保险资金参股商业银行；支持保险资金境外投资；支持相关保险机构投资医疗机构；允许符合条件的保险资产管理公司逐步扩大资产管理范围；
2006.10	非标	扩展渠道	《关于保险机构投资商业银行股权的通知》	允许保险机构投资境内国有商业银行、股份制商业银行和城市商业银行等未上市银行的股权；
2007.4	股票	取消限制	《关于股票投资有关问题的通知》	保险公司参与股票发行申购，由不超过上年末总资产的 10%调整为不设申购上限；同时取消不得投资过去 12 个月涨幅超过 100%的股票的限制；
2007.7	同业拆借	扩展渠道	《同业拆借管理办法》	允许保险公司、保险资管公司进入全国银行间同业拆借市场。保险公司的最高拆入和拆出限额为实收资本的 100%，保险资产管理公司的最高拆入和拆出限额为净资产的 20%；
2007.7	股票、基金	提升比例	发言/采访	保监会将保险机构投资 A 股股票比例由占上年末总资产的 5%升至 10%；同时，保险资金投资证券投资基金（不包括货币市场基金）比例由 15%降到 10%；
2007.7	境外投资品	扩展渠道	《保险资金境外投资管理暂行办法》	确立了保险公司 QDII 投资额度，允许保险公司运用总资产 15%的资金投资境外，投资范围从固定收益类拓宽到股票、股权等权益类产品；
2009.4	非标	放松：提升比例	《关于保险资金投资基础设施债权投资计划的通知》	投资债权投资计划的余额，不超过该保险公司上季末总资产的 10%；
2009.4	债券	放松：扩展渠道	《关于增加保险机构债券投资品种的通知》	增加财政部代理发行、代办兑付的地方政府债券；增加境内市场发行的中期票据等非金融企业债务融资工具，大型国有企业在香港市场发行的债券、可转换债券等无担保债券；
2010.7	不动产、股票	放松：扩展渠道、比例灵活	《保险资金运用管理暂行办法》	1、投资于股票和股票型基金的账面余额，合计不高于本公司上季末总资产的 20%； 2、保险资金运用限于下列形式：投资不动产。
2010.7	股权	放松：扩展渠道	《保险资金投资股权暂行办法》	1、投资未上市企业股权的账面余额，不高于本公司上季末总资产的 5%；投资股权投资基金等未上市企业股权相关金融产品的账面余额，不高于本公司上季末总资产的 4%，两项合计不高于本公司上季末总资产的 5%； 2、保险资金直接投资股权，仅限于保险类企业、非保险类金融企业和与保险业务相关的养老、医疗、汽车服务等企业的股权；
2010.7	不动产	放松：扩展渠道、比例灵活	《保险资金投资不动产暂行办法》	保险资金可以投资基础设施类不动产、非基础设施类不动产及不动产相关金融产品。投资不动产及不动产相关金融产品的账面余额，合计不高于本公司上季度末总资产的 10%；
2010.7	非标	放松：扩展渠道、比例灵活	《关于保险资金投资有关金融产品的通知》	1、保险资金可以投资境内依法发行的商业银行理财产品、银行业金融机构信贷资产支持证券、信托公司集合资金信托计划、证券公司专项资产管理计划、保险资产管理公司基础设施投资计划、不动产投资计划和项目资产支持计划等金融产品； 2、保险公司投资理财产品、信贷资产支持证券、集合资金信托计

划、专项资产管理计划和项目资产支持计划的账面余额，合计不高于该保险公司上季度末总资产的 30%。保险公司投资基础设施投资计划和不动产投资计划的账面余额，合计不高于该保险公司上季度末总资产的 20%;

资料来源：银保监会，国盛证券研究所

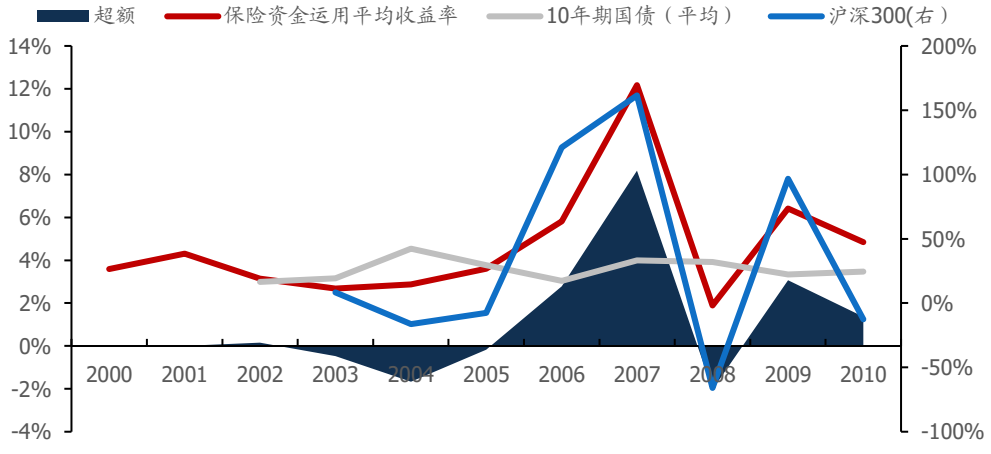
投资收益率及资产配置大幅波动，保险资金运用经验尚不成熟：2004 年以前保险资金大多以协议存款的形式存放于银行，资金运用效率及收益率均较低。随着投资渠道的持续放开以及权益市场的持续上行，行业股基投资占比快速提升，由 2005 年的 7.9%提升至 2007 年的 27.1%，后期资本市场大幅震荡使得保险公司投资收益率大幅波动，2007 年、2008 年保险行业资金运用收益率分别为历史最高点及最低点，为 12.17%、1.89%，08 年行业超过 20 家保险公司投资收益率为负数。

图表 14：2010 年以前保险资金资产配置情况



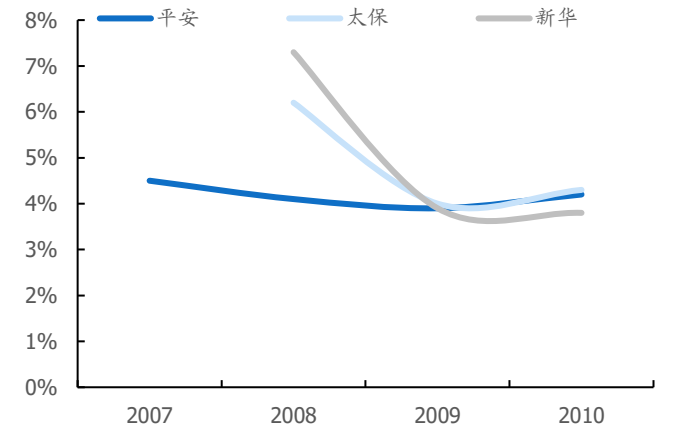
资料来源：银保监会，国盛证券研究所

图表 15：2010 年以前保险资金运用收益率情况



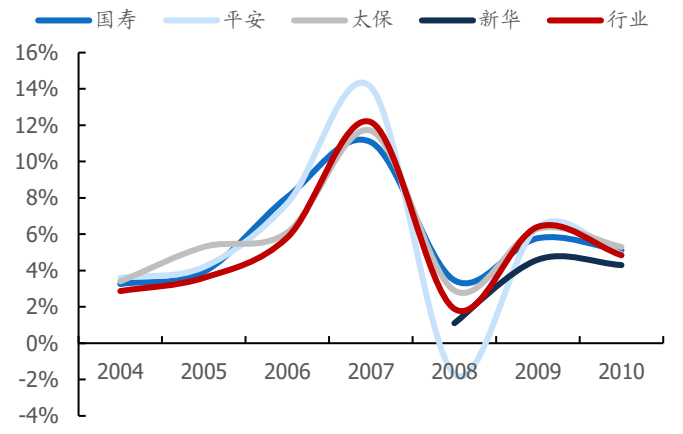
资料来源：银保监会，Wind，国盛证券研究所

图表 16：2010 年以前上市险企净投资收益率情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 17：2010 年以前上市险企总投资收益率情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

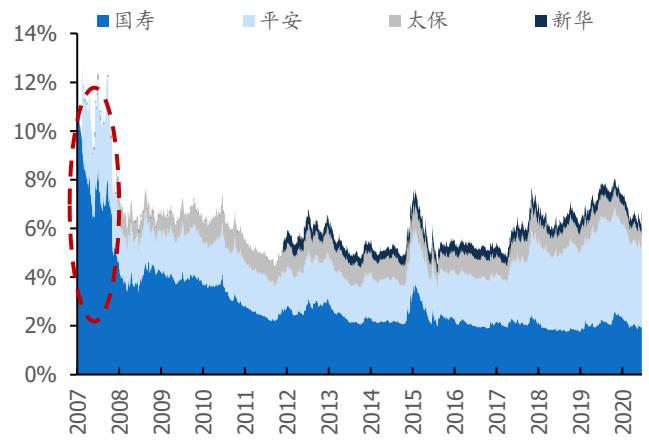
2.3 2007 年情：次新稀缺标的+资产端持续催化+政策端全面利好

2007 年 1 月 9 日，A 股市场首只保险股中国人寿正式在上交所挂牌上市，公司成为全球第一家分别在纽约、香港及上海三地上市的保险公司，当时也是全球市值最大的上市寿险公司；此后 3 月 1 日中国平安在上交所挂牌上市，成为 A 股第二支保险股，上市指数两家公司总市值一度突破 1 万亿元，占比超过上证总市值的 10%，在指数中的权重至关重要。

◆ **行业基本面**

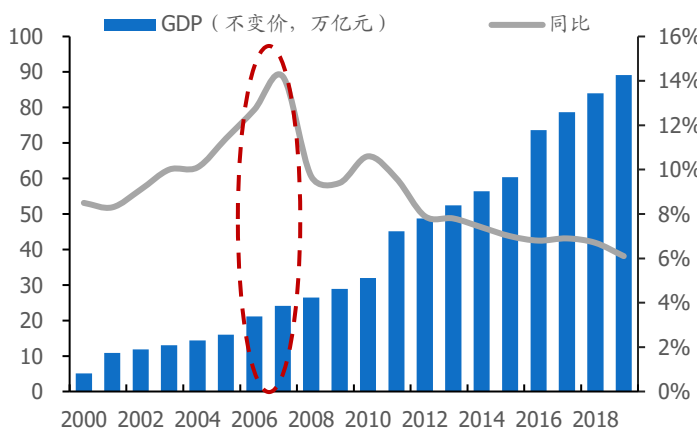
保险国际差距巨大，空间广阔且保费恢复高增长：届时保险刚刚进入资本市场投资者的视野，从长期空间展望，我国人均保险深度及密度与发达国家及地区的差异巨大，而 06、07 年我国分别实现 12.7%、14.2%的 GDP 增速，且随着人均 GDP 的逐步增长到 2000 美元之上，以及财富的积累和零售金融的发展，对保险的“S 型发展曲线”普遍认可，未来保险将处在持续的高速增长阶段。07 年权益市场延续上行带来投连险恢复性增长，我国寿险公司保费收入同比增速恢复至 21.9%，较 04-06 年的低增长明显改善，国内外资本也看好保险业发展空间，持续对保险行业进行投资入股。

图表 18：保险股市值/上证综指市值情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 19：我国 GDP 与同比增速情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

政策端全面利好保险短期与长期发展，保险业重要性显著提升：

- 2006 年发布的《国务院关于保险业改革发展的若干意见》（简称“国十条”），充分认识加快保险业改革发展的重要意义，为推动和完善中国的保险事业起着重要作用；
- 2007 年监管及行业先后颁布《重大疾病保险的定义使用规范》、《投资连结保险精算规定》、《万能保险精算规定》等文件，规范化保险产品；《保险公司养老保险业务管理办法》的颁布以及保险公司参与社保业务经办取得新进展，养老和健康产业起航。
- 2007 年 3 月通过的《中华人民共和国企业所得税法》规定，内外资企业所得税税率统一为 25%（原为中资 33%、外资 15%），对内资保险公司利润产生正向贡献。

资金运用渠道持续放宽：政策端同样在不断放宽保险资金运用渠道，2006-2007 年监管先后放开了险资对基础设施、未上市商业银行股权、境外资产的投资，并持续放宽对股票资产的投资比例，保险公司可投资资产范围及灵活度显著提升。

加息周期+权益行情带动投资端持续上行：资产端除了政策的支持以外，2007 年权益、利率市场均对保险公司投资端十分友好。

- 利率端，2007 年全年央行加息 6 次，1 年定期存款利率由年初的 2.52%提升至年底的 4.14%，10 年期国债到期收益率由年初的 3.02%持续上行至年底的 4.42%，利率持续上行使得市场对保险公司长期投资收益率提升充满期待。

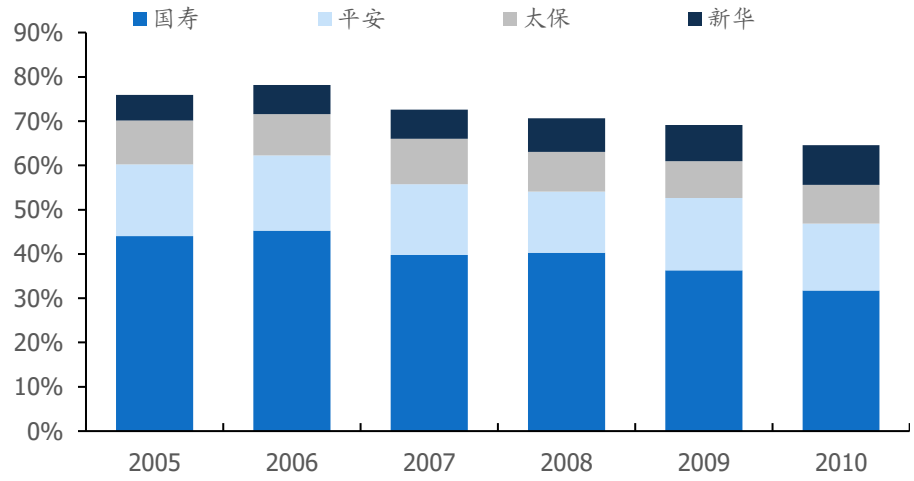
图表 20：2007 年处在持续加息周期（%）

资料来源：银保监会，Wind，国盛证券研究所

- 权益市场方面，2007 年股权分置改革成功、经济的快速健康增长、人民币的持续升值以及企业盈利的增长支撑了牛市的形成，同时贸易顺差以及升值引发的流动性过剩，A 股市场的财富效应持续刺激，使得股市长期大牛市，2006 年全年及 2007 年至 10 月上证综指分别上涨 114%、124%。

更有利于头部险企的稳定竞争格局：届时保险行业竞争格局利好头部险企，市场参与主体较为有限，且大型公司在分支机构及网点铺设、公司品牌及产品影响力、渠道把控等方面均具备显著优势，在以投资型产品主导的市场环境下，消费者对价格敏感程度极低，且大型险企在投资端具备更大的灵活性，增加保险产品吸引力。2008 年以前四家上市险企的保费市占率合计达到 70%以上，而随着行业竞争的加强当前已逐步下滑至 50%以内。

图表 21：四家上市险企人身险保费收入市占率情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

◆ 个股差异

个股角度而言，公司优势各有不同，决定了估值的差异水平：2010 年以前，上市险企的

估值基本为国寿最高、其次平安，太保相对较低，主要因为公司核心优势各有不同：

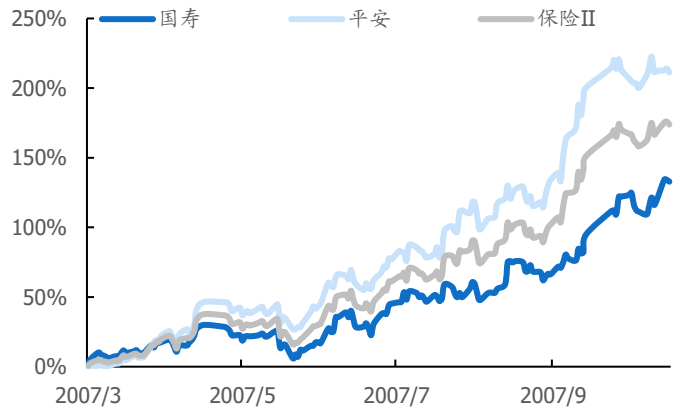
- 国寿经营稳健，同时上市前对高利率保单进行了剥离，整体资产状况最好，且在银保渠道扩展和县域深耕具备显著优势；
- 平安估值主要受到高利率保单拖累，且 2008 年受海外投资的负面影响更为显著，但专注价值以个险及期缴业务为主，创新能力同业领先；
- 太保相对于国寿、平安优势并不显著，估值持续较低。

在本轮行情中，平安由于相对更为灵活的机制体制、国际化的经营和投资以及更低的估值使得其弹性明显高于国寿，估值一度接近国寿水平。

图表 22：2007 年保险板块与上证指数相对涨跌情况

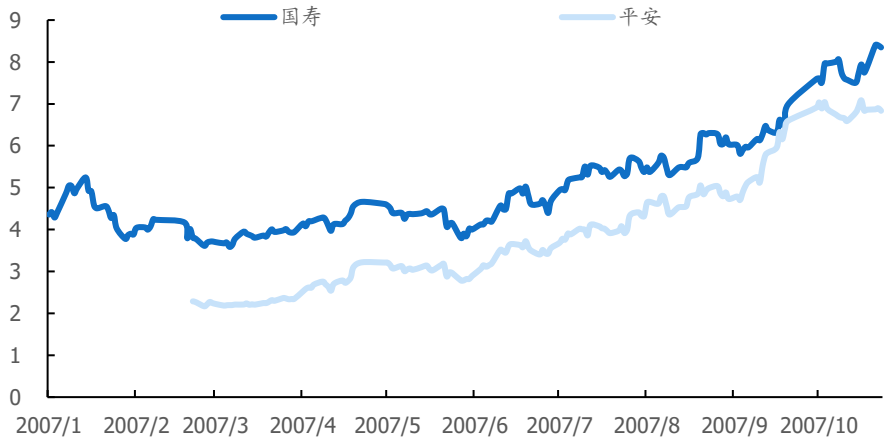
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 23：2007 年保险板块与个股相对涨跌情况



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 24：2007 年上市险企 P/EV 估值情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

◆ **行情终止**

2007 年底开始，保险股持续上行的趋势终结，开始大幅下跌：

- **金融危机下权益市场持续下行：**2007 年下半年开始美国次贷危机逐步席卷全球，全球资本市场受到明显冲击，股市泡沫破裂。

- **平安再融资计划及海外投资亏损：**2008 年年初，平安传出 A+H 巨额再融资计划，一度持续引发市场的恐慌性抛售，并带动其他个股及板块的下跌；5 月传闻再起，再度引发个股及板块下跌。此外平安在 2007 年底至 2008 年初持续购入富通集团 4.99%股本，累计总投资成本 239 亿元，而随着金融危机以及导致的流动性压力，富通股价持续下跌，平安也在 2008 年三季报开始对富通的资产进行大幅减值计提，全年计提减值损失达 228 亿元，当年利润同比下降超过 95%。

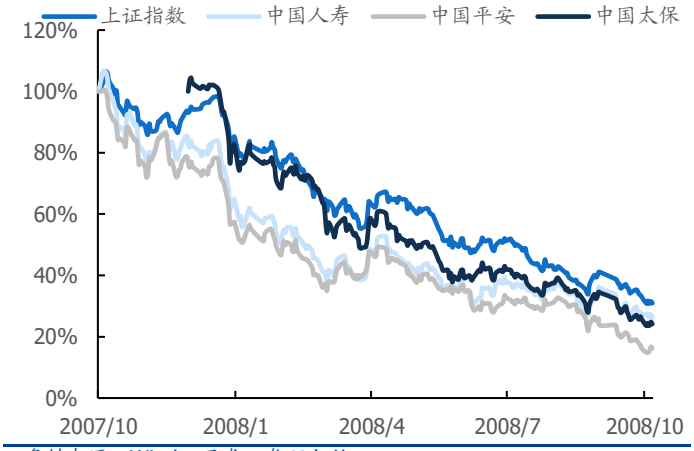
- **个股大比例解禁引发市场提前的担忧：**2008 年 1 月国寿解禁 6 亿股，占解禁前流通股的 67%；3 月平安解禁 31 亿股，占解禁前流通股的 388%；同月新上市的太保解禁 3 亿股，占解禁前流通股的 43%。

- **自然灾害频发及交强险改革影响产险业务利润：**2008 年我国雪灾、地震等自然灾害频发，引发市场对财险公司赔付的担忧；同时 2008 年 1 月原保监会公布了交强险新政策，保额提升的同时下调部分保费的费率，短期对交强险盈利产生压力。

- **2008Q4 开始进入降息周期：**金融危机之下全球逐步进入降息周期，2008 年 10 月起人民银行持续降准降息。

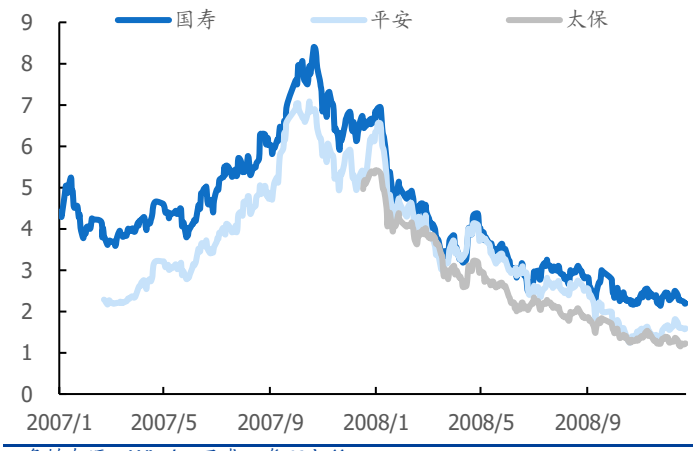
多重因素交织影响使得整个保险板块及个股持续下跌，2007 年底至 2008 年底上市险企个股股价持续下行，平安、国寿及太保分别累计下跌 84%、74%、76%，P/EV 估值也整体回落至 2 倍以内，对应 08E P/EV 分别为 1.36 倍、2.17 倍、1.28 倍。

图表 25：2007-2008 年保险个股及大盘相对走势情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 26：2007-2008 年保险个股 P/EV 估值情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

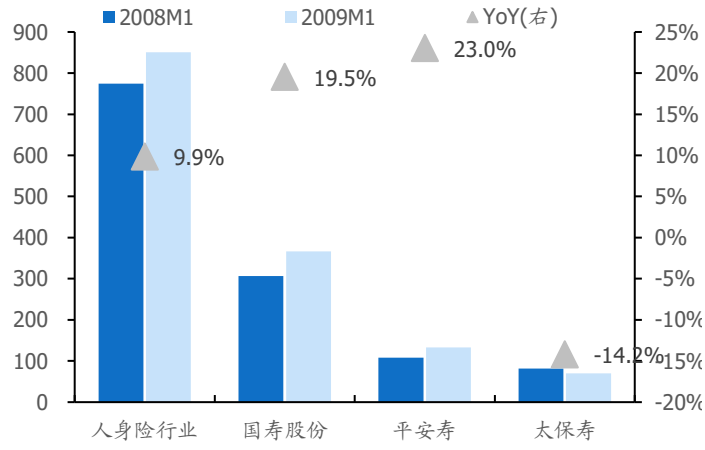
2.4 2008 年底-2009 年中行情：低估值下的投资企稳、负债超预期机会

2008 年 11 月，国务院常务会议确定了当前进一步扩大内需、促进经济增长的十项举措，到 2010 年底预计约投资四万亿元，并五次下调利率，维稳救市，最终股市在 11 月逐步企稳回升，此后至 2009 年中，上证综指上涨达 100%，期间保险板块上涨达 177%，实现 77%的超额收益。

◆ 行业基本面

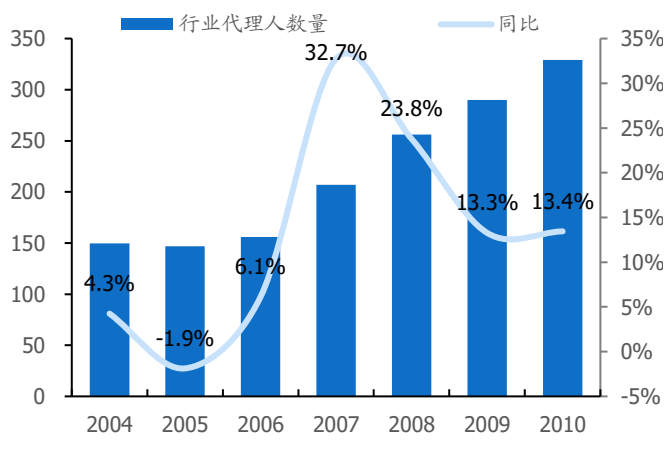
低负债预期下，险企“开门红”表现超预期：2008 年权益市场的持续下行，使得市场对 2009 年整体保费收入增速持有较差的预期，尤其是投资型险种预计将出现较为明显的负增长，但实际上 09M1 人身险行业总保费仍然实现 9.9%的增速，平安寿、国寿分别实现 23.0%、19.5%的高增长，主要由于银保渠道相对加大拓展力度；太保主要因为银保主力的金丰利万能险产品停售而去年同期基数较高影响因此负增长。此外行业代理人数量仍然保持了较快的增速，2008、2009 年保险行业代理人分别增长 23.8%、13.3%。

图表 27：2009M1 上市险企保费收入及同比增速情况（亿元）



资料来源：银保监会，国盛证券研究所

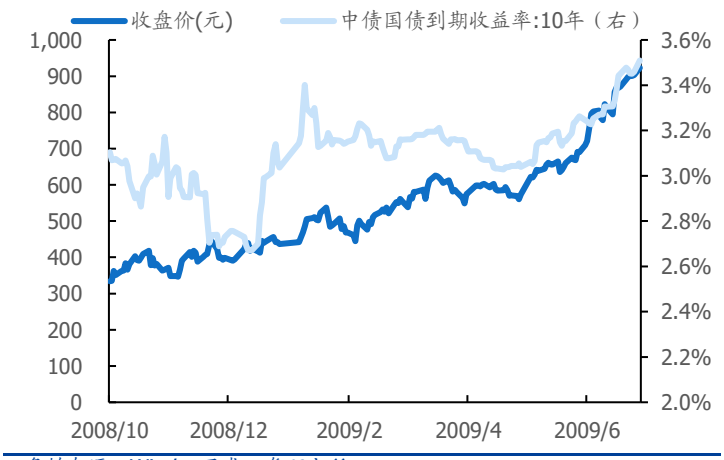
图表 28：2010 年以前保险行业代理人数量及同比情况（万人）



资料来源：银保监会，国盛证券研究所

降息预期有所减弱，长端利率呈现底部回升趋势，投资环境企稳：2008 年四季度以来的持续降息使得我国的利率水平达到低点，10 年期国债到期收益率在 2009 年初一度降至 2.7%以内，而随着流动性的逐步充裕、信贷数据的超预期、监管层面央行维护币值稳定的决心以及经济数据的逐步回暖，长端利率呈现底部抬升趋势，从 2009 年初的 2.7%左右提升至 2009 年中的 3.5%以上。此外权益市场开始持续上涨，行业及公司也逐步增加对股基资产的配置。

图表 29：2008-2009 年保险板块走势及长端利率情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 30：2008-2009 年上证指数与保险公司股基配置情况

资料来源：Wind，国盛证券研究所

政策端仍有持续刺激：2009 年 3 月财政部及国家税务总局首次明确将财险保费扣除退保后的 15%以及人身险的 10%可以税前列支。投资端方面，2003-2007 年行业拓展投

资渠道的政策持续推进，2008 年由于权益市场和经济环境的压力，投资端基本没有新政策的出台。2009 年 4 月起，原保监会再度放开险资投资范围，提升非标比例并放开对地方政府债的投资；同月《国务院关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业建设国际金融中心和国际航运中心的意见》也明确提及，鼓励个人购买商业养老保险，适时开展个人税收递延型养老保险产品试点。

图表 31：2009 年保险行业的政策推进情况

时间	文件	主要内容
2009.03	《关于企业手续费及佣金支出税前扣除政策的通知》	财产保险企业按当年全部保费收入扣除退保金等后余额的 15%计算限额；人身保险企业按当年全部保费收入扣除退保金等后余额的 10%计算限额；
2009.04	《关于保险资金投资基础设施债权投资计划的通知》	投资债权投资计划的余额，不超过该保险公司上季末总资产的 10%；
2009.04	《关于增加保险机构债券投资品种的通知》	增加财政部代理发行、代办兑付的地方政府债券；增加境内市场发行的中期票据等非金融企业债务融资工具，大型国有企业在香港市场发行的债券、可转换债券等无担保债券；
2009.04	《国务院关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业建设国际金融中心和国际航运中心的意见》	鼓励个人购买商业养老保险，适时开展个人税收递延型养老保险产品试点。优化金融市场参与者结构，积极发展证券投资基金、社保基金、保险资产、企业年金、信托计划等各类机构投资者；

资料来源：银保监会，国盛证券研究所

◆ **个股差异**

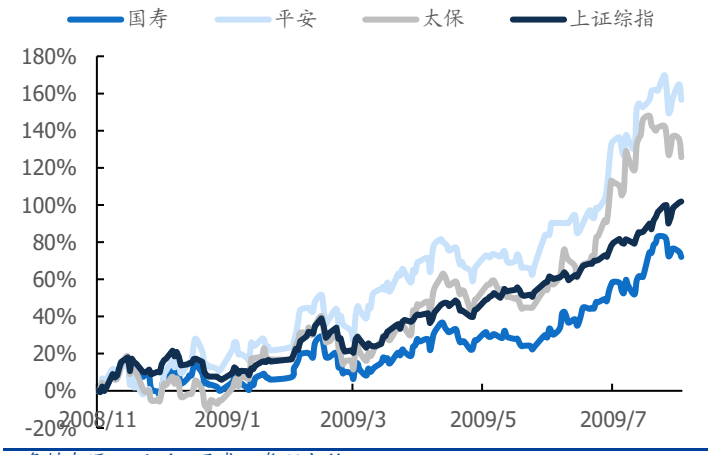
个股涨幅有所分化，本轮平安、太保涨幅明显领先：本轮保险股的上涨从个股角度看，平安、太保、国寿分别涨幅 208%、142%、76%，估值性价比、寿险价值转型及资本整合成为本轮估值提升的主要驱动力。

- **平安涨幅持续领先，寿险业务量质较优：**寿险业务方面，公司坚持价值业务和个险渠道经营的认可度不断提升，2009 年公司个险渠道保费占比接近 75%，而国寿和太保银保占比接近一半；公司开始逐步完善综合金融版图的布局，包括在 2009 年 5 月收购深发展成为第一大股东；且估值相对合理具备吸引力。

- **太保前期震荡，后期涨幅优势扩大，银保期缴转型加速+政策推动+估值吸引力：**公司银保于 2008 年开始加大期缴业务推动，虽然公司 2009 年上半年总保费及新单保费相对承压，但期缴新单实现翻倍增长，银保期缴率高于同业，成为估值提升的重要推动因素。同时公司估值一直相对较低，而作为上海国资委改革的先锋，在上海两个中心建设的指导下，对商业养老险、个税递延型商业养老险持续支持；同时 2009 年 5 月太保控股长江养老，市场对公司养老业务的布局充满期待。

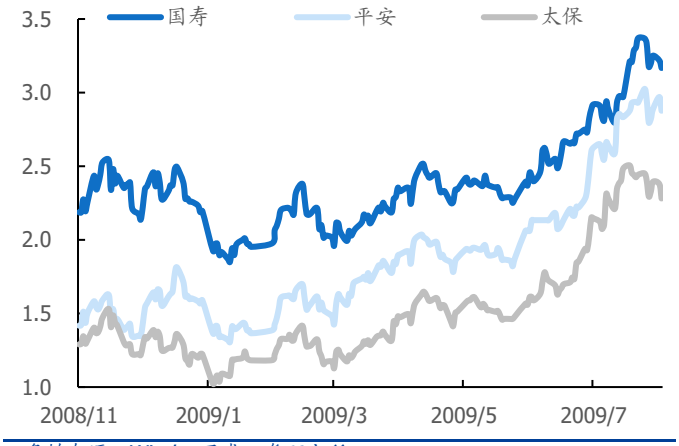
- **国寿涨幅相对滞后：**本轮上涨行情中国寿估值相对吸引力有限，价值增速也落后平安及太保，整体涨幅滞后同业。

图表 32：2008-2009 年保险个股及大盘相对走势情况



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 33：2008-2009 年保险股 P/EV 估值情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

◆ **行情终止**

2009 年 7 月底随着宏观政策的缩进，此轮小牛市终结，短期市场调整使得保险股股价及估值受到明显影响，同时伴随着新会计准则和准备金评估准则的切换，以及长端利率在年底开始趋势向下，使得本轮保险行情逐步终止，板块步入震荡下行周期。

三、2010-2014 基本面：资负两端持续施压，五年弱势行情

2010-2014 年行业整体处于弱周期，无论银保及个险渠道或产品层面均持续受到冲击，权益市场延续震荡下行也给公司投资及资本带来压力，负债端以及权益市场的压制使得即便利率上行但在股价及估值层面也无法充分体现。虽然有阶段性的小行情，但基本来自板块 β 属性，上市险企估值不断向下，P/EV 基本回落至 1 倍以内。

3.1 保险指数回落过半，估值跌至 1 倍以下

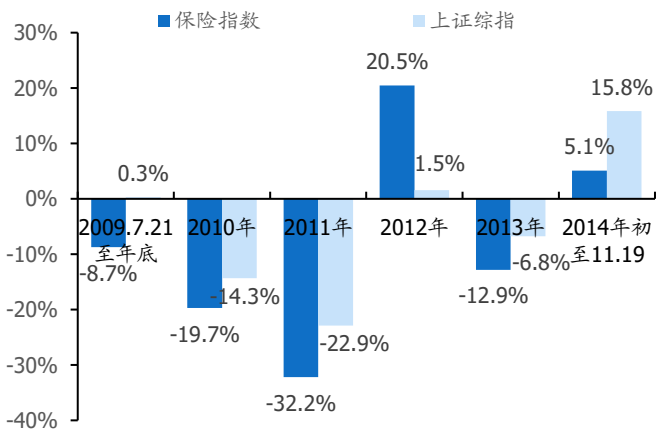
从 2009 年 7 月下旬至 2014 年 11 月中，保险股经历了五年左右的弱势行情，期间上证综指一度下跌超过 40%，保险指数下跌最高达 60%，个股的 P/EV 也由 2.5 倍以上持续下跌至 1 倍以内，也是我国保险股首次跌破 1 倍 P/EV。

如果按具体年份看，五年半左右的时间里，除了 2012 年保险股实现了相对大盘的超额收益以外，其他年份均明显跑输大盘指数。

图表 34：2010-2014 年保险板块与上证综指走势情况

资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 35：2010-2014 年保险板块于上证综指历年表现情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 36：2009-2014 年上市险企 P/EV 估值情况

资料来源：Wind，国盛证券研究所

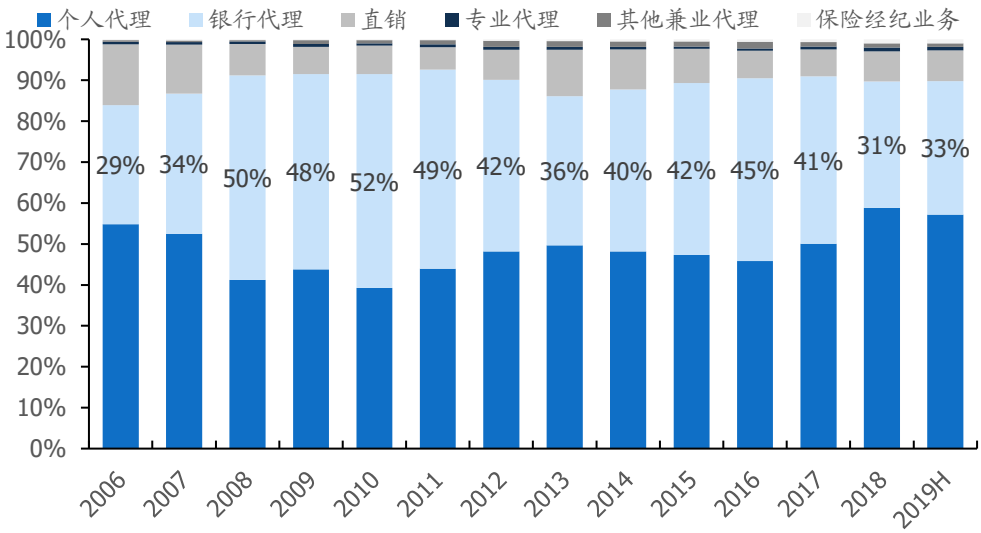
3.2 负债持续承压，产品、渠道均受到明显影响

银保业务规范下，渠道逐渐步入下行周期： 2010 年 10 月原银监会下发《关于进一步加强商业银行代理保险业务合规销售与风险管理的通知》，对银保业务进行规范，主要要求包括：

- 通过商业银行网点直接向客户销售保险产品的人员，应当是持有保险代理从业人员资格证书的银行销售人员；商业银行不得允许保险公司人员派驻银行网点；
- 商业银行每个网点原则上只能与不超过 3 家保险公司开展合作，销售合作公司的保险产品。如超过 3 家，应坚持审慎经营，并向当地银监会派出机构报告；
- 不得将保险产品与储蓄存款、基金、银行理财产品等产品混淆销售；不得将保险产品收益与上述产品简单类比，不得夸大保险产品收益。

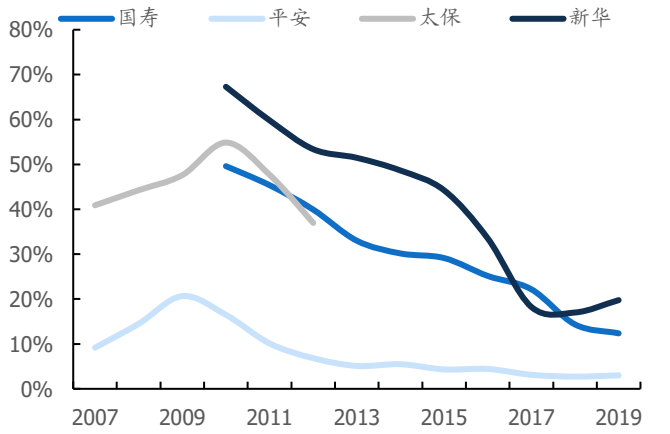
此后银保渠道占比开始持续萎缩，行业总保费占比由 2010 年的高点 52%持续下滑至 40%以内；2010 年上市险企总保费中太保、国寿、平安银保渠道占比分别为 54.9%、49.6%、16.5%，到 2012 年占比分别下降 17.9pt、9.7pt、9.7pt。

图表 37：我国人身险公司总保费渠道结构情况



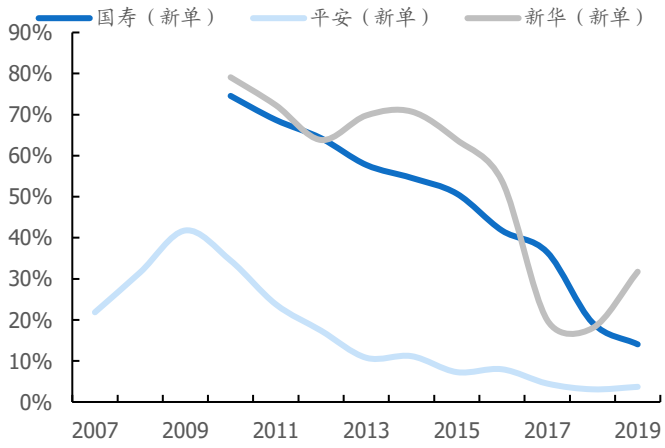
资料来源：银保监会，国盛证券研究所

图表 38：上市险企银保渠道总保费占比情况



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

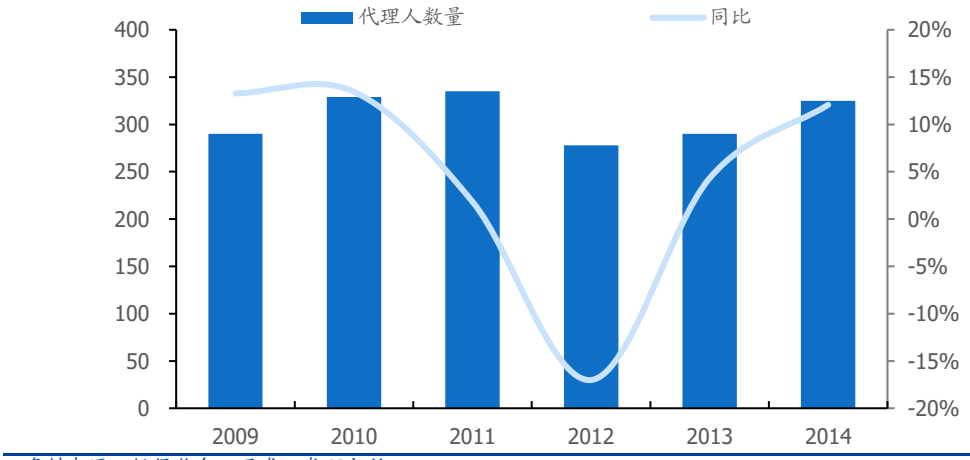
图表 39：上市险企银保渠道新单保费占比情况



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

代理人收入步入瓶颈，增员难度明显加大：个险渠道方面，伴随着保费增速的相对乏力，代理人收入难有提升，行业代理人数量进入瓶颈，2012 年全行业代理人数量同比下降 17.0%至 278 万人，11、13 年也均只为小个位数增长，直到 2014 年底行业代理人规模才恢复至 2010 年底水平。

图表 40：2009-2014 年行业代理人数量及同比情况（万人）

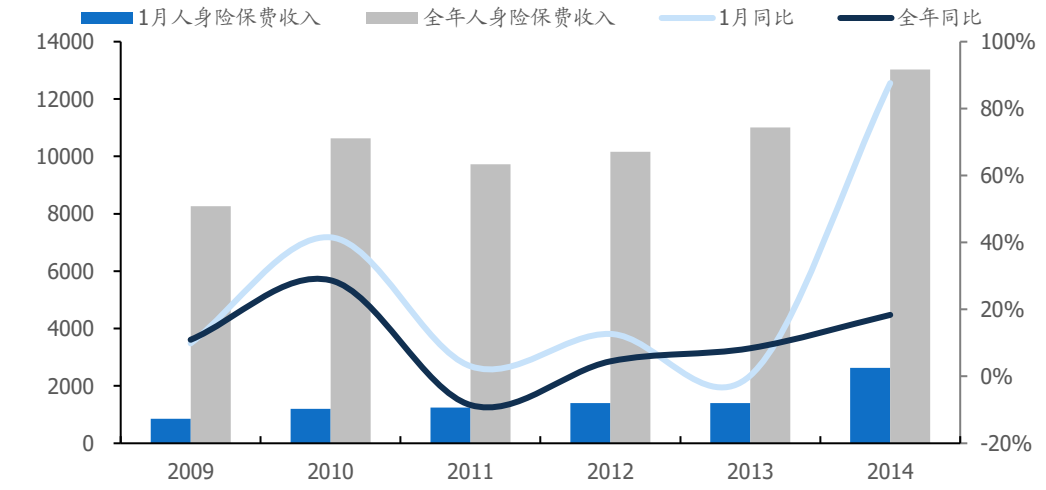


资料来源：银保监会，国盛证券研究所

保费增速整体乏力，开门红明显不及预期：2011 年 1 月人身险保费收入增速 3.0%，全年增速-8.6%。行业开门红不及预期有多方因素影响，银保及个险渠道均有所压力，主要来自：

- 银保新规下银保渠道保费收入增速下滑；代理人增员困难持续加大；
- 2010 年各公司实现了个险及银保渠道较好的增长，1 月开门红实现了总保费 40%以上的增长，基数较高；
- 加息周期下，保险产品对利率的敏感性更滞后，收益率不具优势；
- 开门红准备不足：2010 年底由于部分公司在个险渠道的激励竞争，对开门红准备不足。

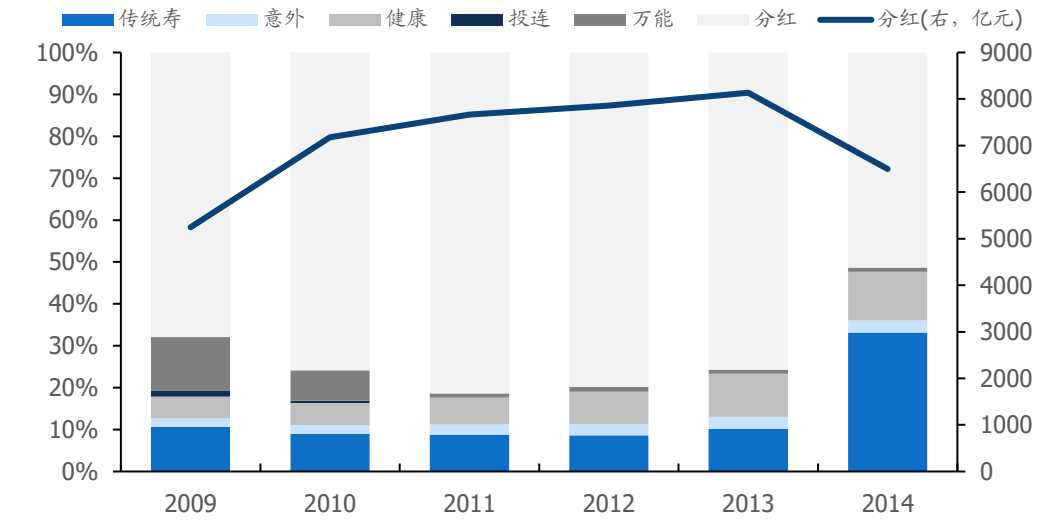
图表 41：2009-2014 年人身险行业 1 月及全年保费收入及同比情况（亿元）



资料来源：银保监会，国盛证券研究所

2011-2013 年投资型险种持续承压，亟待新险种推动：从总保费层面看，以分红、万能及投连为主的投资型产品已经成为行业保费的主力，而投连及万能险在新会计准则下不计入保费，因此发展极为受限，分红险一支独大，占总保费收入的 80%左右，而持续较低的投资收益率也使得公司分红险的分红水平不具备吸引力，增速同样持续承压。健康险增速虽维持在 20%以上但基数还较低，在总保费中国占比不足 10%，而传统寿险也增速缓慢，行业亟需新险种推动。

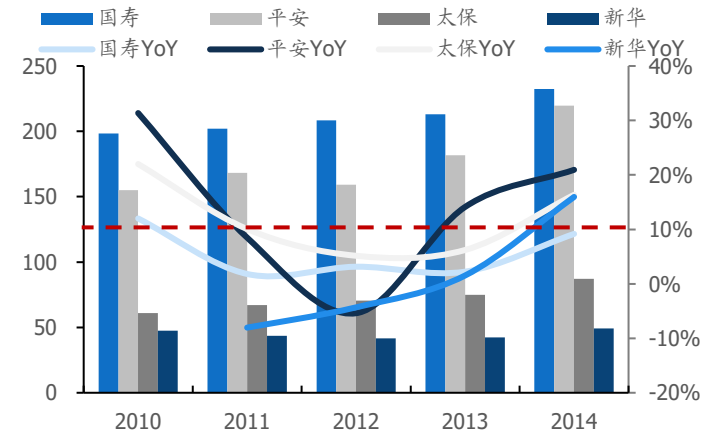
图表 42：2009-2014 年人身险公司保费收入结构及分红险保费规模情况



资料来源：银保监会，国盛证券研究所

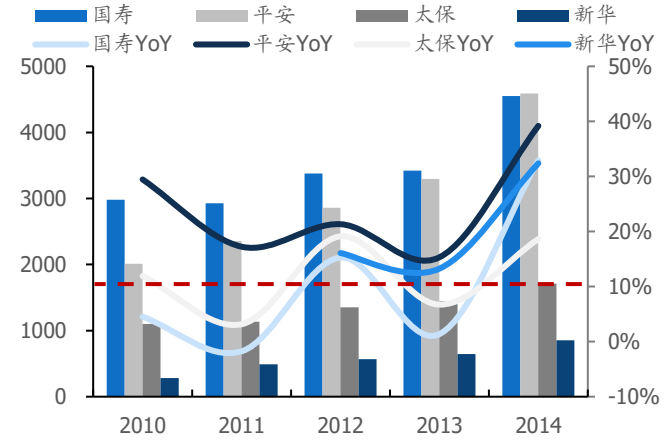
NBV 及 EV 增速整体持续低增长：由于各渠道保费增速均乏力，且价值率没有显著的提升，2010-2013 年的三年期间国寿、平安、太保、新华 NBV 复合增速分别为 2.4%、5.4%、7.1%、-3.7%，同时还受到投资偏差的负向影响，国寿、太保的 EV 复合增速仅分别为 4.7%、9.5%，整体维持低增长。

图表 43：2010-2014 年上市险企 NBV 及增速情况（亿元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 44：2010-2014 年上市险企 EV 及增速情况（亿元）



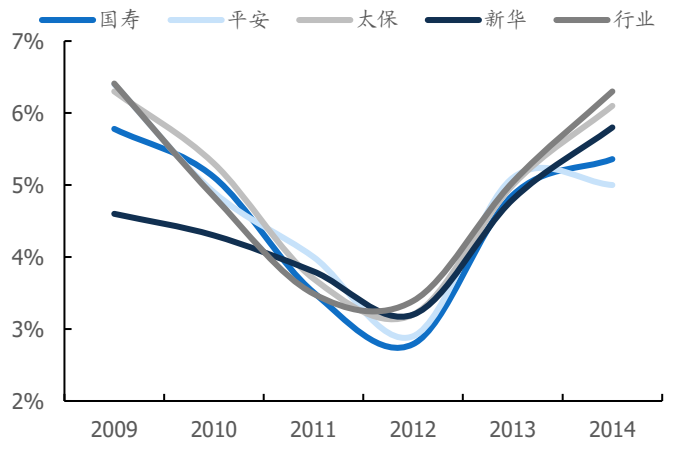
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

3.3 权益市场持续疲软，加息影响有所钝化，资本补充需求明显

权益市场疲软致使上市险企总投资收益率持续处于低位，净投资收益率逐步提升：2010 年-2013 年期间权益市场整体低迷，上证综指分别-14.3%、-22.9%、+1.5%、-6.8%，四年间保险行业总投资收益率分别为 4.8%、3.5%、3.4%、5.0%。2012 年也基本成为各上市险企自 2008 年收益率低点以来的又一低点，国寿、平安、太保、新华总投资收益率分别为 2.8%、2.9%、3.2%、3.2%，权益市场的持续下行使得公司积累了大量的浮亏

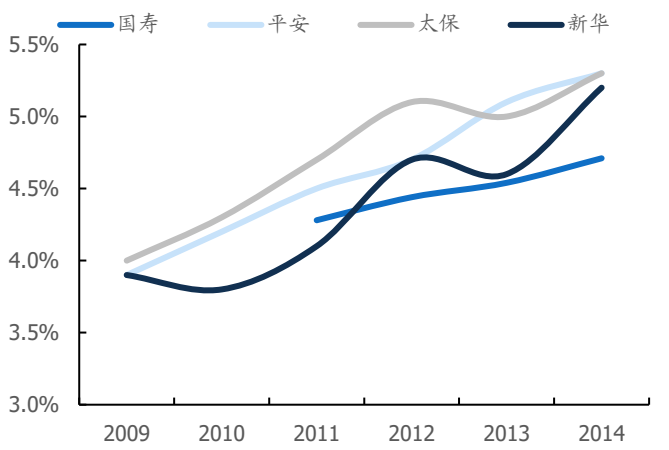
并增提资产减值损失。但由于非标等资产的持续增配、利率高点的阶段性机会以及整体资产配置比例的稳定，净投资收益率出现稳步提升的态势。

图表 45：2009-2014 年上市险企及行业总投资收益率情况



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 46：2009-2014 年上市险企净投资收益率情况



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

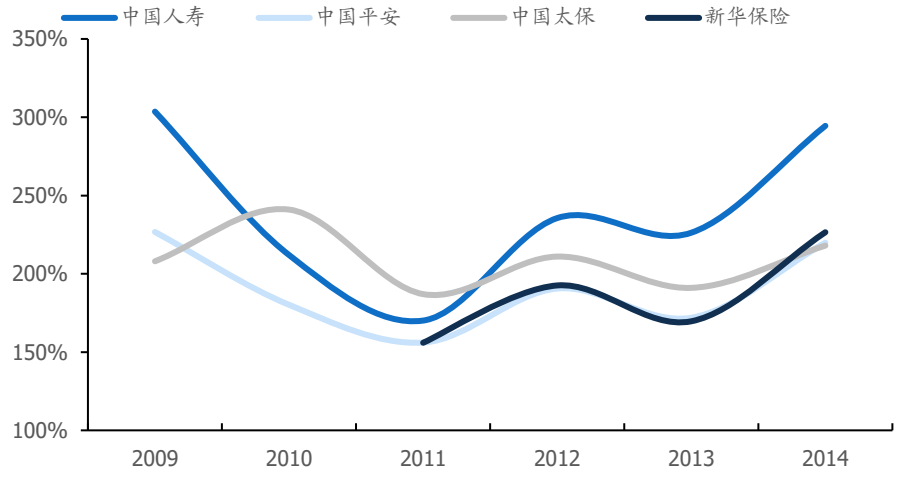
持续的加息周期对保险股偏利好，但 2010 年及 2013 年两段加息周期中由于负债的持续压制使得利率对保险股的影响显著钝化。2010 年 7 月-11 月长端利率由 3.2%以内快速上行至 4.0%以上并持续企稳，我国进入加息周期，保险板块短期明显上涨，但保费的持续压力使得板块后期延续下跌态势；2013 年 5 月-11 月，长端利率由 3.4%持续上行至 4.5%以上，而此期间保险板块基本以震荡态势为主，对人身险费率市场化改革的持续负面预期使得市场对保险公司未来利差收窄、价格下降有明显担忧，因此对利率端的反映明显钝化。

图表 47：2010-2014 年保险板块走势与 10 年期国债到期收益率情况

资料来源：Wind，国盛证券研究所

上市险企存在较大的资本补充压力：由于投资持续低迷且业务发展需要，上市险企偿付能力充足率持续下行，公司及行业均面临较大的资本补充压力，这种情况在历史上也较为少见。2011 年至 2012 年国寿、太保、新华分别发行 300 亿、80 亿和 100 亿的次级债，平安发行 260 亿可转债以应对持续下行的偿付能力。

图表 48：2009-2014 年上市险企偿付能力充足率情况



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

3.4 弱势行情下的阶段性机会主要来自保险股的 β 属性

在 2010-2014 年的弱势行情下，保险股仍然有 1-3 个月不等的阶段性小行情。但总结看，此轮弱周期下保险股的阶段性小行情更多来自于板块的 β 属性，配合着经济或者流动性的预期带来的整体权益市场的上涨。

2010 年 9 月低至 10 月 20 日：上证上涨 15.0%，保险指数上涨 32.7%。权益市场的上涨主要来自经济的持续恢复高增长以及政策转向带来流动性宽裕，此前蓝筹股持续超跌，短期保险股表现出较高的弹性。

2012 年 11 月底至 2013 年 2 月初：上证上涨 23.7%，保险指数上涨 40.9%，主要为底部估值下（平安、新华已跌破 1 倍，太保 1.1 倍，国寿 1.4 倍）权益市场的上行使得保险公司的浮亏压力明显减轻，保险股在权益市场上涨情况下体现其 β 属性。

四、2015-2017 基本面：高景气、大变革与低利率、治乱象

2015-2017 年在费率市场化背景下，保险产品设计灵活度及吸引力持续提升，公司及行业代理人数量、新单及 NBV 均实现快速增长，不少重磅政策落地，行业景气度持续向上。但 2016 年的低利率环境显著压制保险股估值，同时部分中小公司资产负债端行为过于激进，引发监管力度持续加大。

4.1 重磅政策持续落地，行业景气度显著提升

费率市场化改革持续推进：2013 年 8 月，普通型人身险预定利率放开，不再执行持续 14

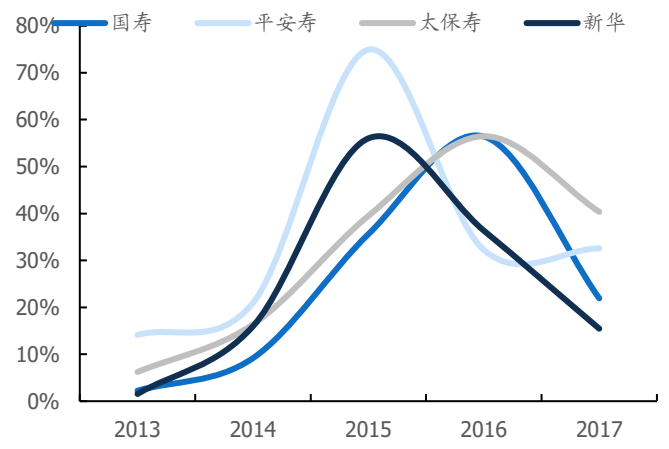
年之久的 2.5%上限；2015 年 2 月万能险最低保证利率放开，10 月分红险预定利率上限放开，标志着我国人身险费率形成机制的建立。伴随着预定利率的放开，保险产品的吸引力显著提升，3.5%甚至 4.025%预定利率的产品开始逐步成为市场的主流产品。

代理人资格考试取消：2015 年 8 月，原保监会下发《关于保险中介从业人员管理有关问题的通知》，要求各保监局不得受理保险销售（含保险代理）、保险经纪从业人员资格核准审批事项，意味着保险营销员资格考试的正式取消，行业门槛有所下降，代理人数量迎来爆发式增长。

偿二代工程落地，多维度加强保险公司管理：2015 年偿二代正式发布并进入过渡期，2016 年起正式实施。偿一代以规模为导向，而偿二代以风险为导向，包括定量资本要求、定性监管要求以及市场约束机制三大支柱。偿二代对负债及投资的具体行为均提出了不同的资本计提要求，上市险企方面由于整体的价值转型并以销售长期保单为主、投资稳健，因此所受影响有限；而部分较为激进的保险公司行为受到明显制约。

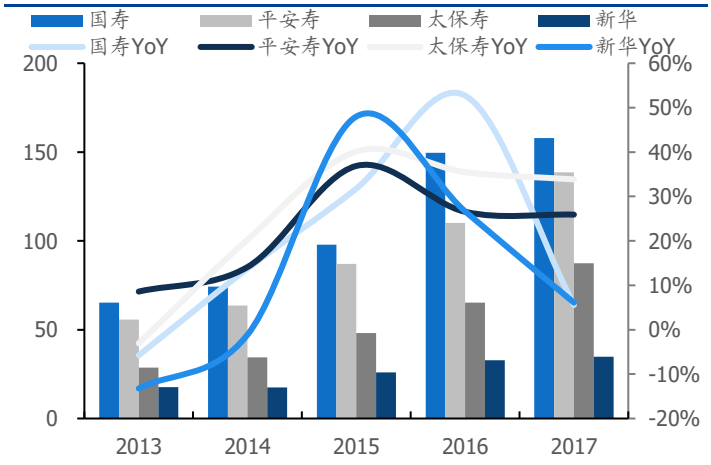
行业景气度明显提升，保费及 NBV 实现快速增长：2013 年及以前寿险行业渠道、产品均受明显承压，2014 年开始出现明显好转，开门红的显著超预期使得各公司全年业务节奏明显提前，上市险企整体实现了双位数的 NBV 增长，同时代理人数量也基本实现正增长。2015 年-2017 年行业经历负债端高景气度的三年，三年期间国寿、平安寿、太保寿、新华 NBV 复合增速分别为 37.2%、45.3%、45.2%、35.0%，代理人复合增速分别为 28.5%、29.7%、36.5%、25.8%。

图表 49：2013-2017 上市险企 NBV 增速情况



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

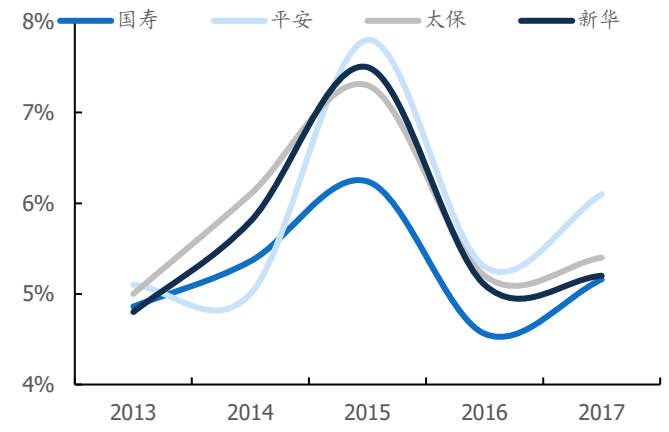
图表 50：2013-2017 行业代理人数量及增速情况（万人）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

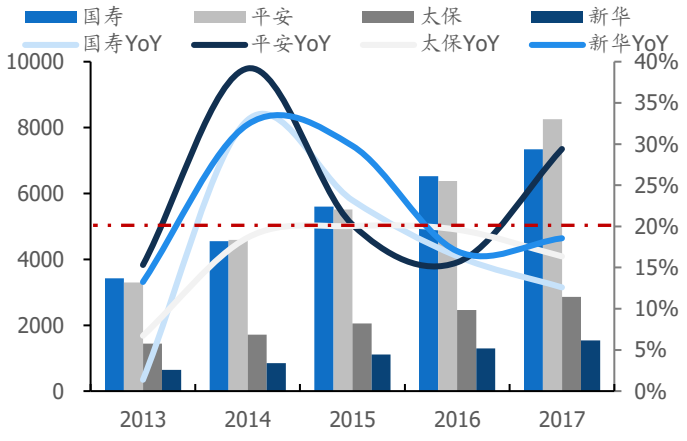
EV 复合增速基本达 20%，投资偏差及 NBV 贡献均较为明显：除了 2016 年行业面临低利率以及权益市场震荡下行的环境以外，2014-2017 年其他年份保险公司均面临着较好的投资环境，上市险企基本实现了 5%以上的总投资收益率，甚至在 2014、15 两年基本实现了 7.5%以上的综合投资收益率。受益于投资收益率的提升以及 NBV 的快速增长，2014 年国寿、平安及新华均实现了 30%以上的 EV 增速，2015-17 年国寿、平安、太保及新华的 EV 复合增速分别达到 17.3%、21.6%、18.7%、21.6%。

图表 51：2013-2017 上市险企总投资收益率情况



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 52：2013-2017 上市险企 EV 及增速情况（亿元）



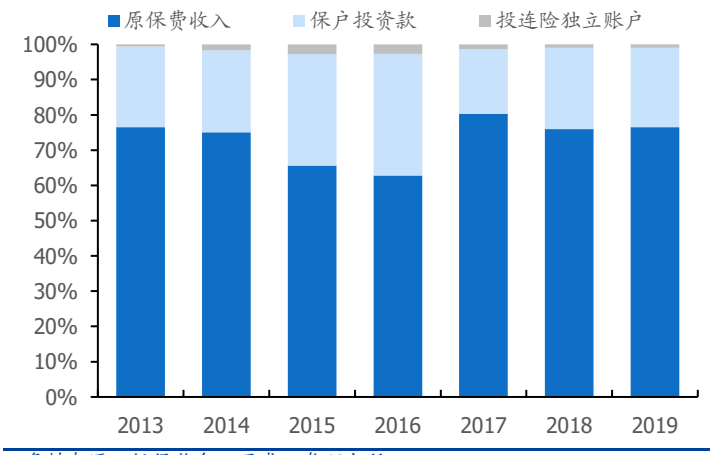
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

4.2 行业乱象频发，低利率潜藏危机

在行业景气度显著提升、NBV 及 EV 快速增长的同时，行业乱象及危机也不断出现，尤其是 2016 年高现价万能险及快返型产品的大规模销售、险资举牌乱象以及低利率环境所带来的资产荒使得保险行业饱受争议与压力。

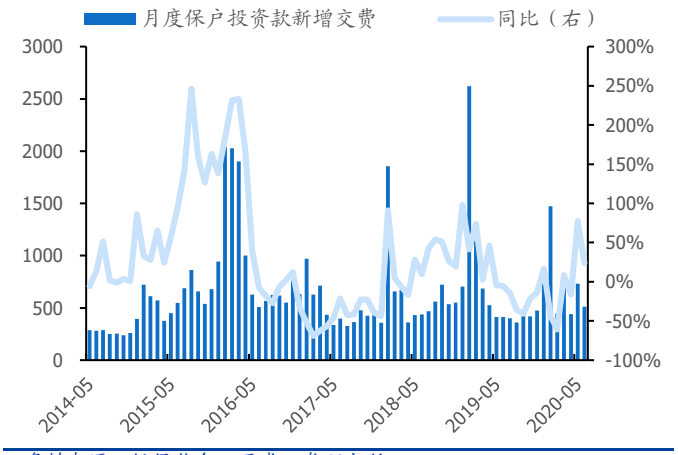
产品设计持续激进，万能险爆发式增长，快返型产品与高现价产品占比持续提升：随着费率的市场化改革，保险公司的产品设计也更加灵活。从产品设计的角度看，快速返还型产品、高现价产品逐步成为市场上的主导产品，以保户投资款新增交费作为万能险保费的参考，2016 年全年新增交费达到 1.16 万亿元，在人身险公司规模保费中占比已经达到 34.4%，2015 年下半年至 2016 年初单月持续保持了 100%以上的增速，而结算利率也基本处在 4-7%之间。中小公司持续推出高现价万能险，即一个保单年度后账户现金价值已高于已交保费，从而诱发大规模退保，存在现金流风险；同时快返型年金也成为大小公司的主打产品，通常第一个保单年度之后就会有 10-20%已交保费的返还。

图表 53：2015-2016 年保户投资款占比显著提升



资料来源：银保监会，国盛证券研究所

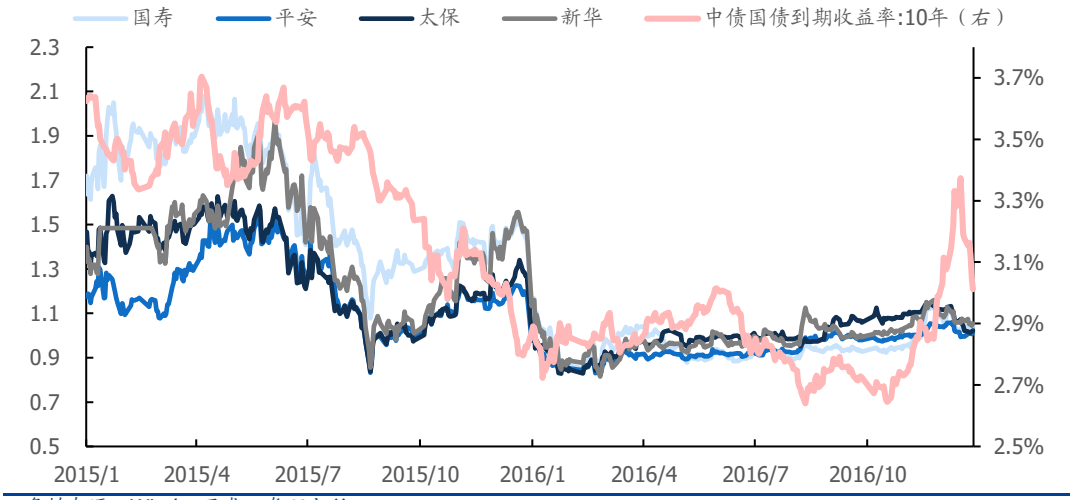
图表 54：月度保户投资款新增交费及同比情况（亿元）



资料来源：银保监会，国盛证券研究所

低利率环境带来利差损风险和资产配置压力：2016 年受到包括全球通胀、经济增长放缓等诸多因素影响，长端利率基本维持在 3%以下，持续的低利率环境也给保险公司带来了巨大的潜在风险：部分保险公司负债端销售大量 4.025%的高预定利率产品，同时万能险为保持市场竞争力与份额的提升给予客户较高的结算利率，而资产端由于低利率环境难以配置到较高收益的固收类资产，部分“资产驱动负债型”民营保险公司存在利差损风险，资产配置存在极大的压力。

图表 55：2015-2016 年 10 年期国债到期收益率与保险公司估值情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

资产配置压力下加大权益配置比例，逐步发展成为短期炒作、频繁举牌的“野蛮人”形象：在低利率环境、高负债成本的双重压力下，部分较为激进的保险公司不得不通过加大权益类资产配置获取超额收益，以覆盖负债成本。保险公司的举牌行为逐步由财务投资、长期持股到 2015 年下半年发展为快进快出甚至恶意收购，严重扰乱资本市场秩序。随着 2015 年底对投资端、万能险、中短存续产品等一系列新监管政策的出台以及对部分“短期大量频繁炒作股票”保险公司的约谈，险资举牌逐步向规范发展。

4.3 2015 年行情：负债显著改善+牛市行情+政策支撑

2014 年底，保险板块迎来新一波行情。从 2014 年 11 月 19 日至次年 5 月 26 日，保险板块涨幅 117%，上证综指涨幅 100%，板块实现 17%的超额收益。

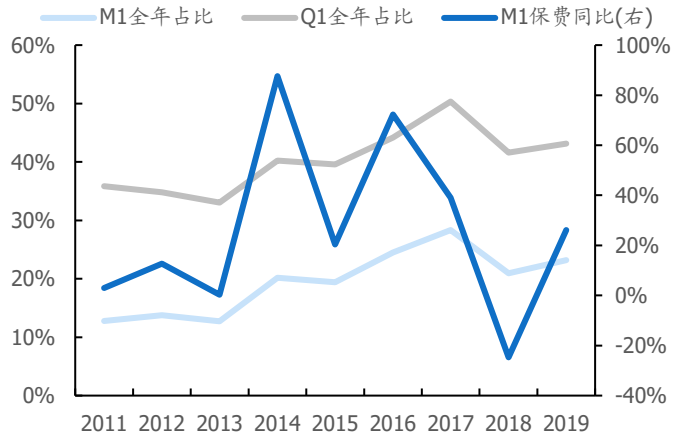
◆ 行业基本面

2014 年起开门红得到显著重视，保费大幅超预期，同时利率高位下行的平台期中保险产品吸引力凸显：自 2014 年起，保险公司对开门红的重视程度显著提升，在 2013 年 8 月传统险费改的背景下，2013 年底上市险企逐步提前开门红准备，此外新华银保推出公司第一款 4.025%预定利率的年金产品，后期国寿等也相继在开门红期间推出预定利率具备吸引力的年金产品。2014 年 1 月行业人身险保费收入同比增速达到 87.6%，1 月及 1 季度保费在全年的占比持续提升，全年人身险保费收入实现 15.7%的增速，为 2011 年以来新高。利率环境看虽然处在利率下行周期，但 2014 年底至 2015 年上半年长端利率

基本稳定在 3.5%左右，同时利率下行周期使得保险产品的吸引力相较银行理财等更具吸引力。

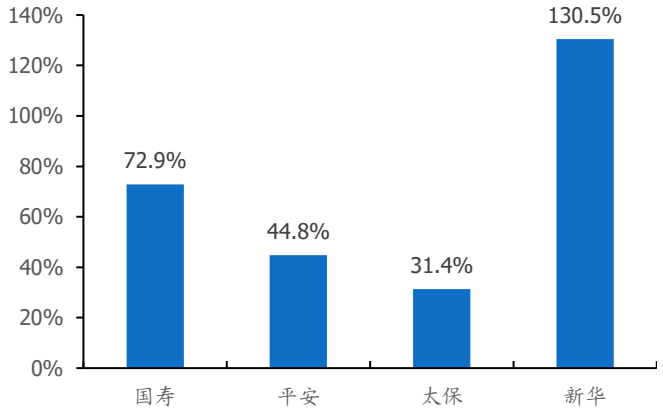
对 2015 年保费收入预期继续向好：2014 年 10-11 月各上市险企基本完成全年业务目标，开门红准备将继续提前，同时电网销等渠道保费保持快速增长，尤其是互联网保险保费实现了持续的翻倍增长，对 2015 年保险公司开门红期待更为乐观。

图表 56：行业 1 月及 1 季度寿险保费占比及增速情况



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 57：2014 年 1 月上市险企开门红保费增速情况



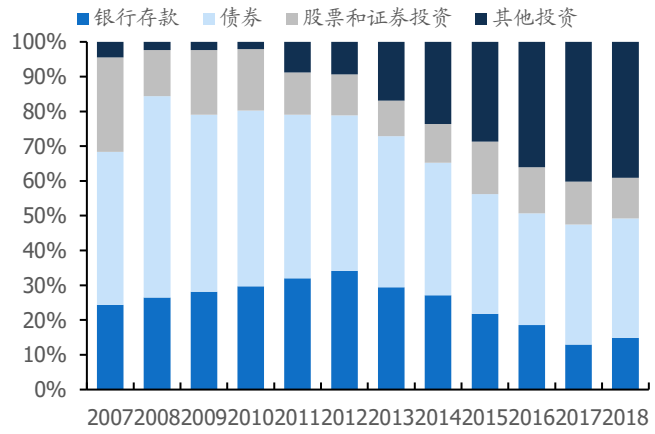
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 58：2015 年行情处在利率下行环境的平台期

资料来源：Wind，国盛证券研究所

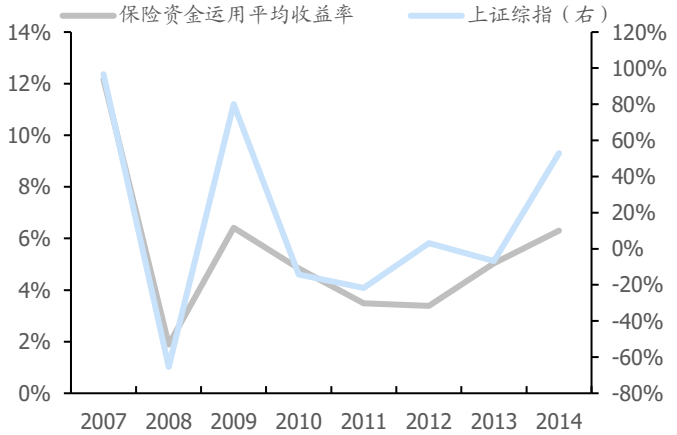
牛市行情带动保险股β属性，险企投资管理能力更加成熟：2007 年以前随着对权益等资产的逐步放开，保险公司对股票和证券的投资出现大幅的波动，2007 年配置比例高达 27.1%，2009、10 年也分别达到 18.6%、17.7%。随着 2010 年以后权益市场的持续疲软，险企资产配置也更加稳健审慎，增加对非标等泛固收类资产的配置，减小资本市场波动对公司投资的影响，逐步降低收益率较低的银行存款配置占比，提升资金配置效率，行业投资收益率稳步提升。

图表 59：保险行业资金运用情况



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 60：保险资金投资收益率与上证综指涨跌情况



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

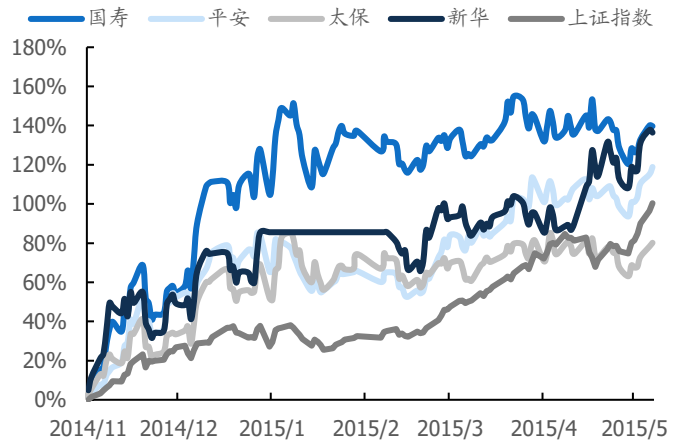
新“国十条”将保险业再度提升至国家政策高度，支撑保费长期复合增速达 15%以上：2014 年 8 月新“国十条”（即《国务院关于加快发展现代保险服务业的若干意见》）发布将保险业再度上升到国家政策高度，文件从定性和定量两大方面提出了到 2020 年要实现的主要目标，包括到 2020 年，我国保险深度达到 5%，保险密度达到 3500 元/人，测算下未来七年时间里保费收入复合增速要达到 15%以上。

此外，2014 年 11 月《国务院办公厅关于加快发展商业健康保险的若干意见》，提出到 2020 年，基本建立市场体系完备、产品形态丰富、经营诚信规范的现代健康保险服务业，而上市险企 NBV 的主力险种重疾险也在 2014-2016 年期间迎来爆发式增长，三年行业重疾新单增速均超过 60%。2015 年 5 月商业健康险税收优惠政策也正式出台，保费空间进一步打开。

◆ 个股差异

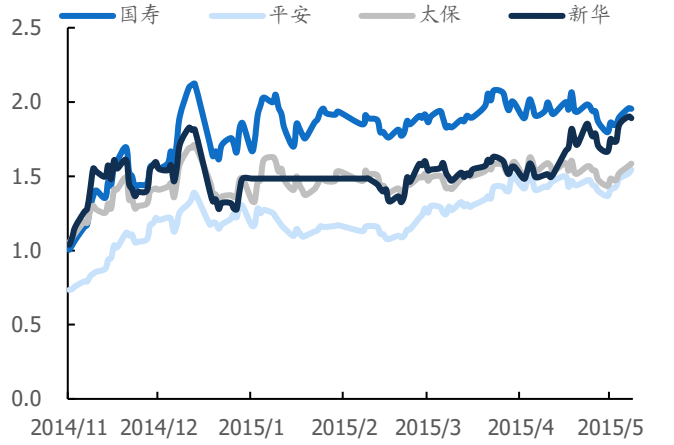
牛市前 2 月板块基本涨幅到位，国寿弹性领先，新华及平安后程发力，太保涨幅滞后：本轮牛市中由于保险基本面已提前出现改善，因此前期快速上涨，涨幅明显快于大盘。个股层面，国寿作为行业龙头并且为纯寿险标的估值及涨幅持续领先同业；新华期间停牌筹划引入战略投资者的重大事项虽最终中止，但仍在积极探索互联网业务协同，投资端高弹性及纯寿险标的使得后期仍有持续上涨；平安 2014 年全年业绩核心指标包括 EV、NBV、保费收入等均超预期且优于同业，使得公司股价表现持续提升，但估值仍不及纯寿险标的。

图表 61：2015 年行情下保险个股及大盘涨幅情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 62：2015 年行情下保险个股 P/EV 估值情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

◆ **行情终止**

2015 年 6 月随着对场外配资的清理，本轮牛市行情终结；同时叠加利率持续下行的压力，保险股也出现较为明显的调整。2016 年开始的低利率环境显著压制保险股估值，板块走势整体趋弱。

4.4 2017 年行情：α行情下保险股投资最好的时代

从 2017 年 4 月 20 日至 11 月 21 日，保险板块上涨超过 105%，而同期上证综指仅上涨 7.5%，保险板块获得显著超额收益。此阶段市场对保险股关注显著加大，同时对保险的业务及估值认识不断深刻。

图表 63：2017 年行情下保险板块及上证指数的相对涨幅情况

资料来源：Wind，国盛证券研究所

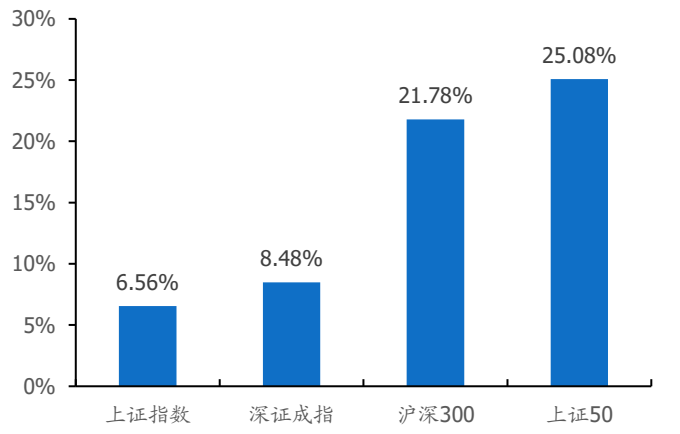
◆ **行业基本面**

经济预期改善，长端利率上行，蓝筹独立行情：2017 年国内经济超预期回升，全球看货币政策由全面宽松至边际收紧，对于经济的复苏和通胀升温的预期使得美联储进入加息周期。十年期国债到期收益率由 2016 年下半年的低点 2.6%修复至 2017 年下半年的 3.5%以上，打消了市场对于保险低利率环境与利差损的担忧，并在四季度稳定至 3.9%以上。此外权益市场方面，蓝筹、白马股迎来结构性牛市，上市险企也都实现了 5%以上的投资收益率。

图表 64：2017 年长端利率与保险板块走势情况

资料来源：Wind，国盛证券研究所

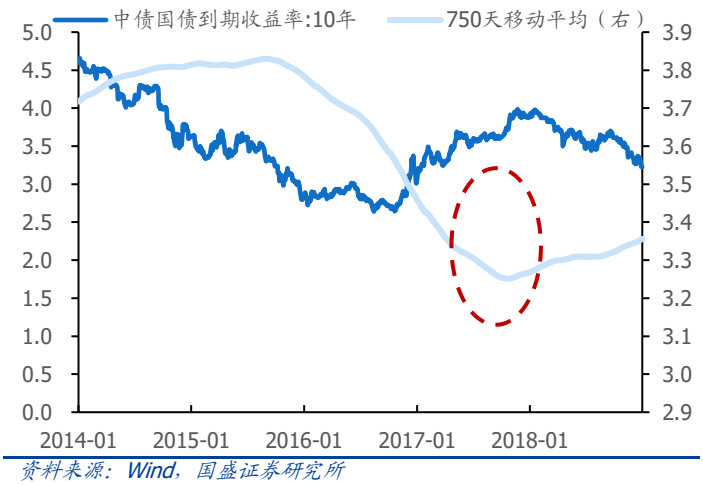
图表 65：2017 年权益市场涨跌幅情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

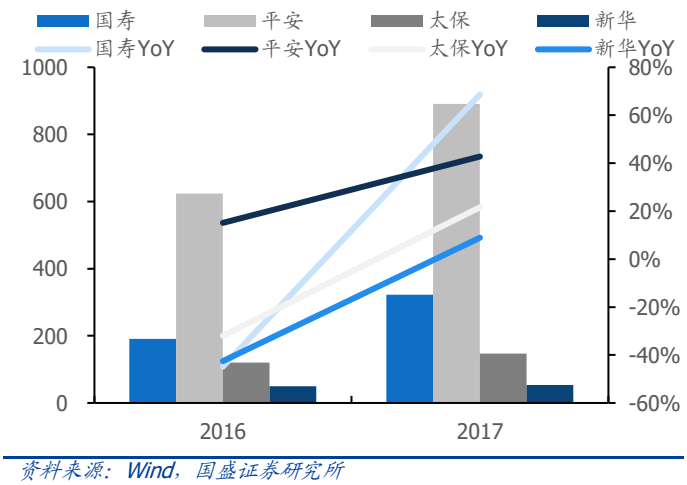
准备金折现率拐点将至，助力利润释放：2015 年下半年起 10 年期国债的 750 天移动平均曲线开始趋势向下，保险公司需要持续增提准备金，从而侵蚀利润。2016 年上市险企受到利率持续低位及权益市场下行导致投资收益下降以及准备金增提影响，国寿、平安、太保、新华归母净利润分别同比-44.9%、15.1%、-32.0%、-42.5%。2017 年准备金折现率仍然趋势向下，太保、新华 Q1 净利润同比负增长，而随着长端利率的持续回升，四季度准备金折现率扭头向上拐点已现，预计上市险企将开始减提准备金释放利润。

图表 66：2017Q4 十年期国债 750 天移动平均曲线出现拐点（%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

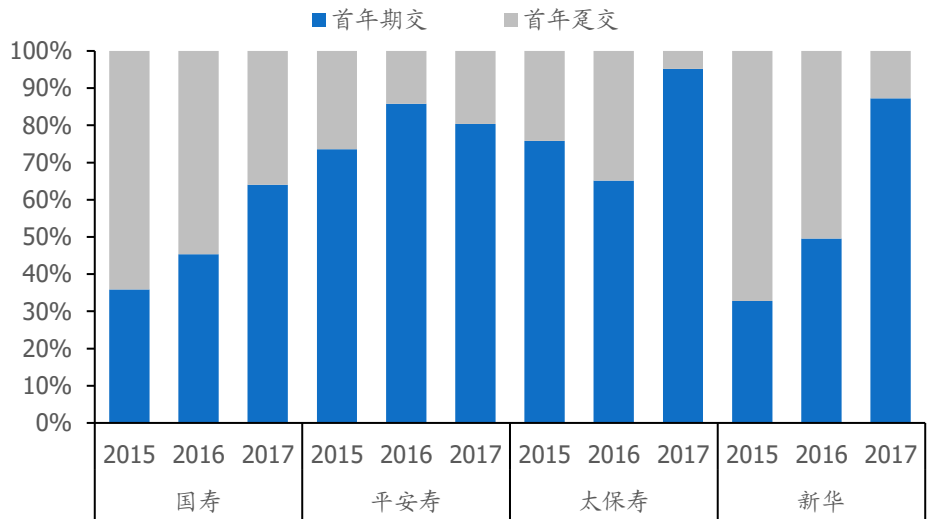
图表 67：2016-2017 年上市险企利润及同比情况（亿元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

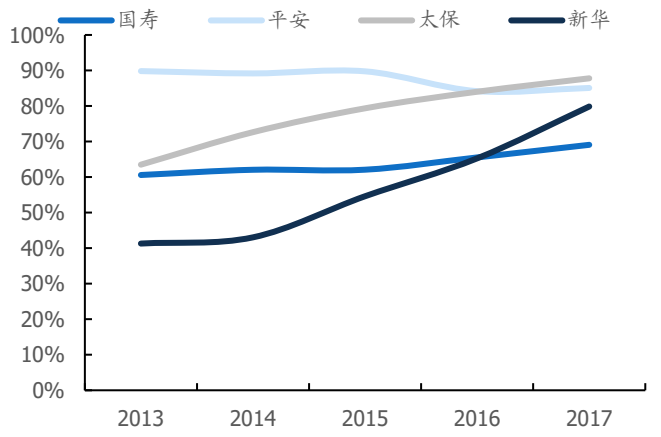
上市险企深耕价值及保障转型，获取估值溢价：2017 年上市险企基本转型为以大个险为主的渠道结构以及期缴为主的缴费期限结构，同时保障型产品保费快速增长，作为高价值、低利率敏感性的产品，市场关注度及认可度显著提升，同时行业保持较为温和的竞争环境。2017 年国寿、平安、太保、新华 NBV margin 分别为 26.0%、39.3%、39.4%、37.9%，同比分别提升 3.0pt、1.9pt、6.5pt、15.5pt，均创历史以来新高。

图表 68：上市险企新单保费缴费期限结构情况



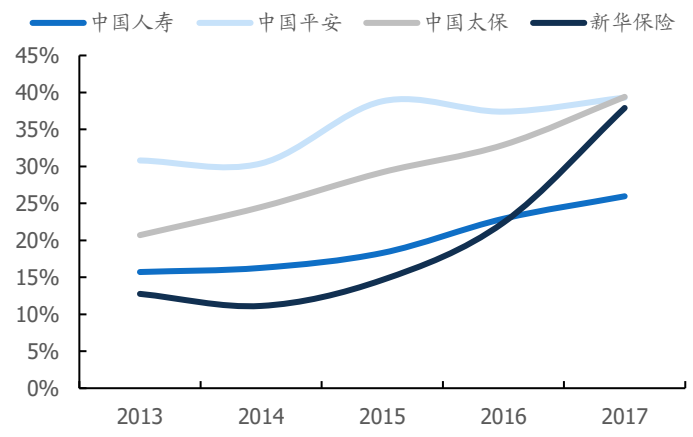
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 69：上市险企总保费中个险渠道占比情况



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 70：上市险企新业务价值率情况



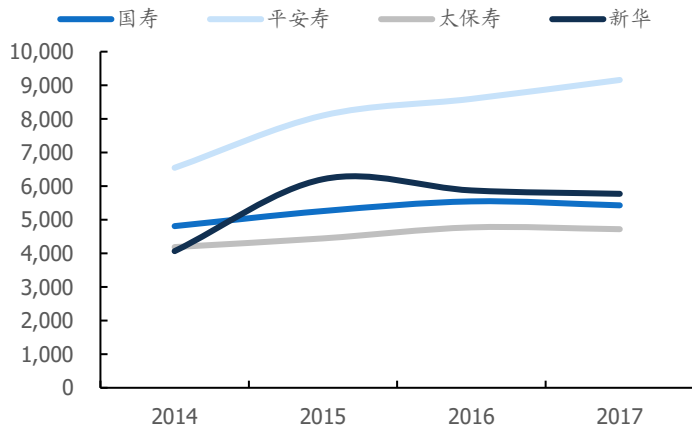
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

代理人扩张下新单及 NBV 持续实现快速增长，长期增长逻辑使得估值逐步对标友邦：2014-17 年上市险企基本实现了代理人数量 30%左右的复合增速以及 NBV40%左右的复合增速；在保障型产品转型的大背景下，市场也逐步加大对代理人质量的关注，三年时间内国寿、平安、太保、新华代理人月均新单保费分别实现 4.1%、11.8%、4.1%、12.4%的复合增速，伴随着产品 margin 的提升，代理人月均 NBV 分别实现 3.6%、11.9%、9.2%、8.1%的增速，代理人实现量质齐升。同时连续数年持续的 NBV 快速增长以及长期空间使得内地险企的估值逐步对标友邦。

图表 71：2017 年上市险企 P/EV 估值逐步对标友邦

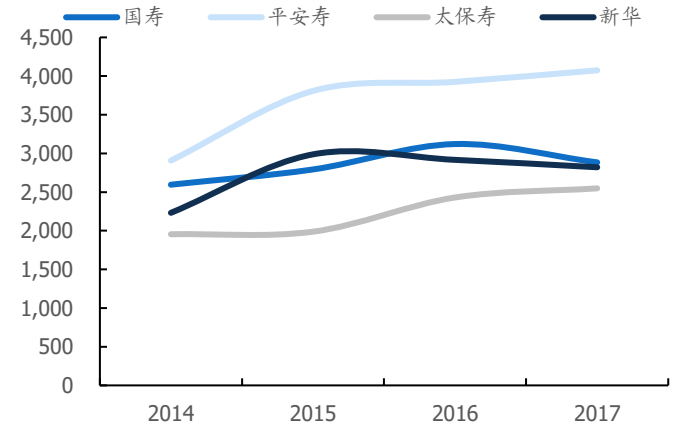
资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

图表 72：上市险企代理人人均新单保费（元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 73：上市险企代理人人均 NBV 费（元）

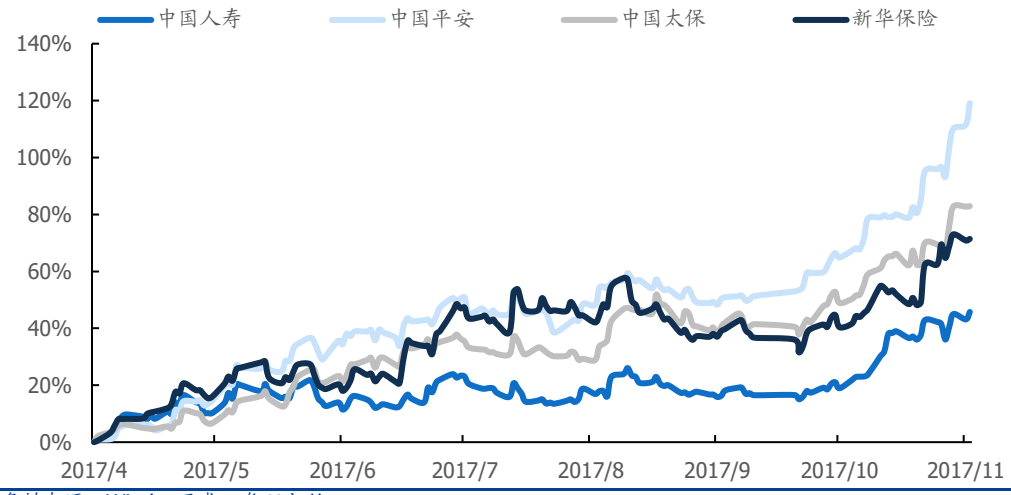


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

◆ 个股差异

个股层面：平安获得持续的市场溢价，估值一度达 1.7 倍以上。个股层面看，本轮上涨过程中平安因为持续深耕价值与保障、代理人核心优势凸显、交叉销售板块协同以及科技赋能传统金融业务的亮点而由持续的估值折价转为溢价，期间涨幅达 119%，估值一度达到 1.7 倍以上，太保、新华大个险渠道建设推进成效显著，同时大力推动健康险业务，全年 NBV Margin 分别为 39.4%、37.9%，同样获取显著上涨，估值最高点分别为 1.51 倍、1.46 倍；而本轮行情中国寿涨幅仅 46%明显滞后，最高估值仅为 1.34 倍。

图表 74：2017 年行情下保险个股涨幅情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

◆ 行情终止

“开门红”大幅不及预期使得本轮保险行情终结：2018 年初以来由于“134”号文影响使得行业开门红大幅不及预期，代理人产能及数量持续承压，此外 2018 年开始保障型产品竞争环境明显恶化，上市险企新单及 NBV 持续出现负增长，使得估值及股价持续大幅回落。

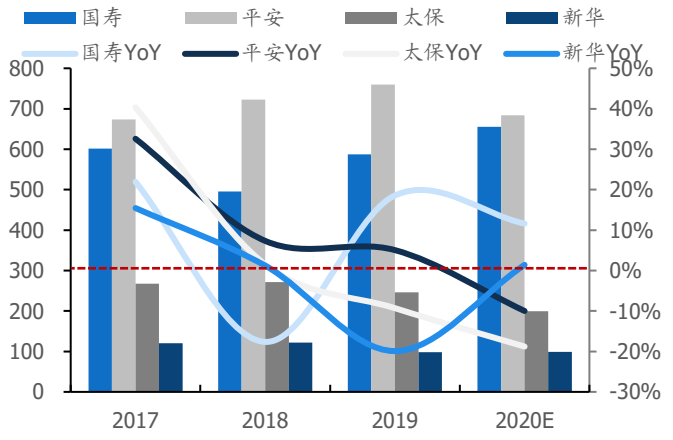
五、2018-2020 基本面：弱势行情主导，阶段性超额机会

2018 年以来受到包括监管文件、行业竞争环境恶化、利率及经济下行的影响，保险板块整体处在弱势行情，大多数时间里跑输大盘，资产端和负债端的基本面持续承压，但底部估值叠加基本面改善仍有明显超额收益的机会。

5.1 负债低景气投资低利率，估值持续创新低

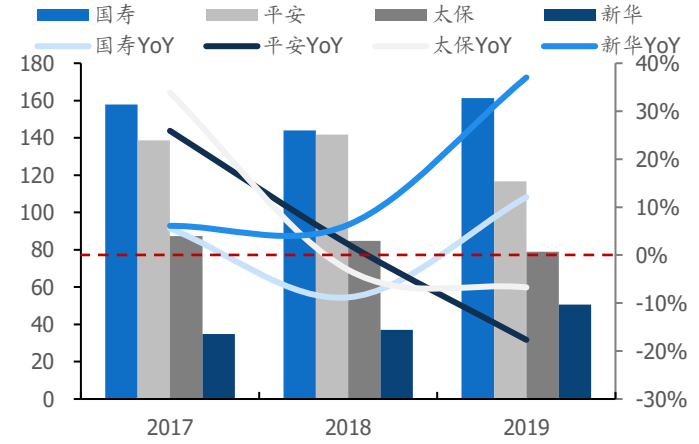
NBV 持续承压，代理人整体脱落：2018 年开始由于受到 134 号文以及经济环境的持续影响，叠加中小公司日趋激烈的重疾险的竞争，上市险企新单保费及 NBV 持续承压，以 2017-2020E 的三年维度看，国寿、平安、太保、新华的三年复合 NBV 增速分别为 2.9%、0.5%、-9.2%、-6.3%，大多数公司 2017 年以来的三年间 NBV 并未实现增长，仅为不同年份之间的取舍。随着新单增速的乏力，代理人也开始出现较为明显的脱落，2018 年四家上市险企总代理人数量 407.3 万人，同比下降 2.7%，2019 年同比也仅基本持平。

图表 75：2017-2019 年上市险企 NBV 同比增速情况（亿元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 76：2017-2019 上市险企代理人数量及同比情况（万人）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

利率整体处于下行区间，优质资产荒延续，长期投资收益率假设受到质疑：2018 年普惠金融定向降准实施、资金面对内预期宽松、中美贸易摩擦不断加剧以及持续的外部冲击使得长端利率持续下行，同时信用风险提升、资管新规推进等使得保险公司的“优质资产荒”延续。在长期利率下行的预期之下，市场也开始对保险公司 5%的长期投资收益率假设能否实现产生担忧，进而对估值层面进行打折。

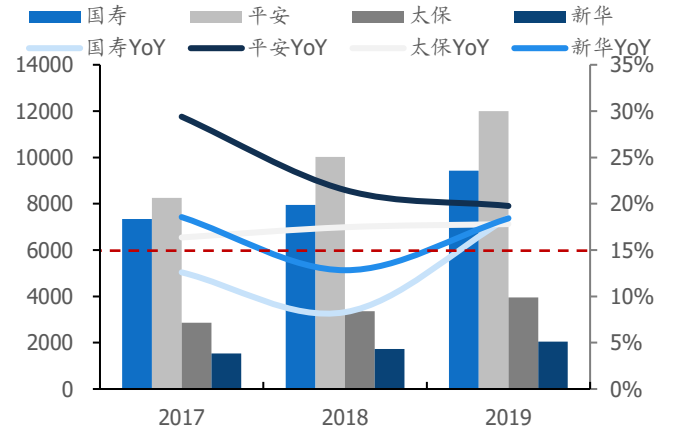
图表 77：上市险企投资收益率假设情况

上市险企投资收益率假设情况		2015年报	2016年报	2017年报	2018年报	2019年报
中国平安：非投资连结型寿险	n+1年	4.75%	4.75%	4.75%	4.75%	4.75%
	n+2年	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
	n+3年	5.25%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
	n+4年	5.50%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
中国人寿	n年	5.10%	4.60%	5.00%	5.00%	5.00%
	n+1年	5.20%	4.80%	5.00%	5.00%	5.00%
	n+2年	5.30%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
	n+3年	5.40%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
中国太保：长期险	n+1年	5.20%	4.90%	4.90%	5.00%	5.00%
	n+2年	5.20%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
	n+3年	5.20%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
	n+4年	5.20%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
新华保险：传统非分红	n+1年	5.00%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%
	n+2年	5.10%	4.60%	4.60%	4.60%	4.60%
	n+3年	5.20%	4.80%	4.80%	4.80%	4.80%
	n+4年	5.20%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

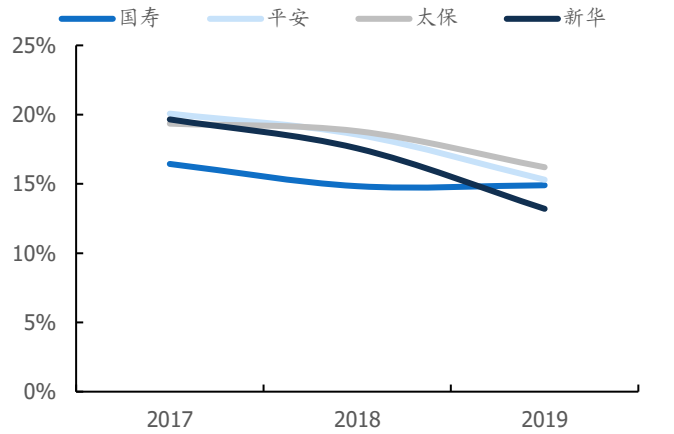
EV 增速虽然仍基本保持 15%以上，但 ROEV 增速中枢明显持续下滑，估值不断创历史新低：2018 年由于 NBV 贡献下滑以及投资偏差的负向影响，上市险企 EV 增速明显下滑；而 2019 年权益市场向好，全年上证综指上涨 22.3%，投资偏差的正向贡献使得上市险企基本实现了 18%以上的增速。但从剔除投资因素、更为稳定的 ROEV 角度看，增速中枢持续下滑。此外对负债压力、长期利率下行的担忧使得保险公司估值不断创新低，新华、太保最低估值为 0.5 倍 P/EV，平安也一度下滑至 0.9 倍以内。

图表 78：2017-2019 年上市险企 EV 及同比增速情况



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 79：2017-2019 上市险企 ROEV 增速情况



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 80：2018-2020 年保险个股 P/EV 估值情况

资料来源：Wind，国盛证券研究所

复盘近三年板块走势，虽然弱势行情为主，但底部估值+基本面改善有明显超额收益的机会。从近三年的板块驱动因素角度看，负债端表现是从年底开门红准备到一季度的主要驱动力：

- 如开门红负债表现好：估值有提升动力，且时点上估值切换，后期关注点逐步转至投资端；
- 如开门红负债表现承压：股价承压，关注后期改善的阶段性机会；

此外，长端利率、权益市场走势同样是保险股股价的重要影响因素，同时短期业绩预期、事件及资金驱动可能会对板块及个股分化产生影响。

图表 81：2018-2020 年保险板块走势复盘

资料来源：Wind，国盛证券研究所

5.2 2019Q1 行情：开门红预期相对改善+利率底部企稳+权益市场上行

从 2019 年 1 月至 4 月 19 日，保险板块涨幅达到 56%，上证综指涨幅 33%，超额收益达 23%。

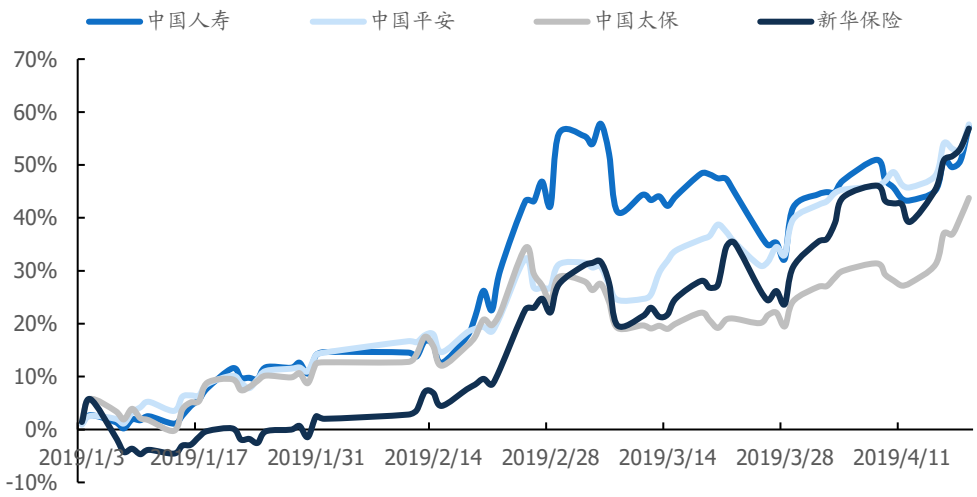
◆ **行业基本面**

- 估值至历史底部：2019 年初切换至当年 EV 后，国寿、平安、太保、新华 P/EV 估值分别仅为 0.60 倍、0.84 倍、0.63 倍、0.63 倍，触及历史底部。
- 开门红低预期中实现相对改善：此时各家开门红策略有所分化，国寿唯一一家以 4.025%产品为主推，后期兼顾价值；其余公司相对有所淡化开门红因素。对 134 号文下新产品的熟悉、公司相对提前准备、利率下行环境中万能险 5%左右结算利率的优势以及 P2P 等平台频繁暴雷使得开门红年金类产品销售环境相对改善，市场在低预期中关注超预期机会。
- 权益市场春季行情+利率环境企稳：2019 年初市场迎来春季行情，风险偏好有所回升，同时长端利率企稳，并在 4 月当月 10 年期国债收益率由 3.0%快速上行至 3.4%。

◆ **个股差异**

板块超额收益 20%以上，个股间分化不明显：本轮行情下保险板块整体超额收益 22.0%，估值整体修复至 0.8 倍以上。个股层面分化并不明显，开门红业绩较好的国寿期间弹性表现相对凸显，但并未能获得相较同业持续的估值溢价。

图表 82：2019Q1 行情保险个股涨幅情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

◆ **行情终止**

5 月份起长端利率开始下行，权益市场短期调整，投资端共同压制保险股股价，此轮阶段性行情终结。

5.3 2020Q3 行情：长端利率底部回升+权益市场上行带来的 β 行情主导

今年 7 月以来至今（8.19 日）保险板块上涨 14.9%，上证综指上涨 15.1%，并未实现明显超额收益，但个股层面分化非常显著。

◆ **行业基本面**

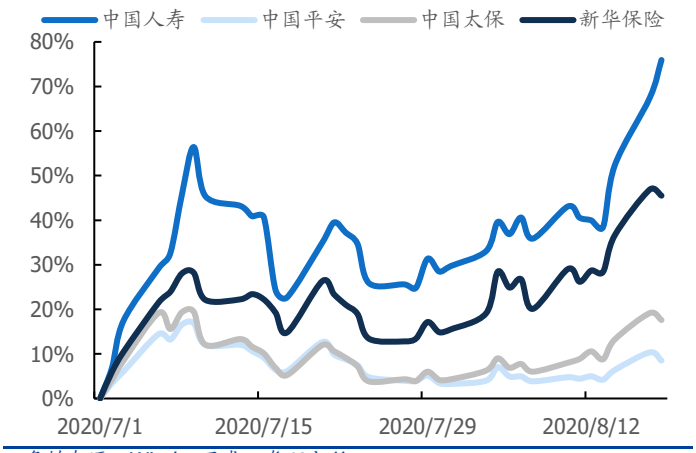
- 疫情影响下估值再创新低：疫情及低利率环境的冲击使得保险股估值再创新低，叠加公司转型以及 GDR 影响，新华、太保最低估值触及 0.5 倍左右。
- 市场层面看对低估值板块关注提升：7 月初对风格切换的讨论激烈，底部估值的券商板块在受资本市场改革推动以及业绩基本面改善驱动下实现连续上涨，并带动对低估值的金融地产板块的关注度提升。
- 资金面看北向资金快速流入：沪深港通 7 月份对国寿及新华的持股均达到历史以来的新高。
- 基本面看，保险股估值的快速修复有基本面的支撑，最主要来自于投资端的 β 行情：2-3 月受疫情影响最为严重，代理人线下展业受阻，承压险企单月新单预计-40%至-50%；二季度起疫情影响基本缓解，承压险企单月新单同比预计收窄至-20%至-30%，而部分险企实现持续的双位数增长。此外疫情及全球宽松政策带动利率快速下行，10 年期国债低点达 2.48%；但至二季度末已回升超过 40pbs，基本稳定在 2.9%以上。

◆ **个股差异**

板块短期快速上涨，个股表现差异显著：7 月 1 号至 4 号短短 4 个交易日板块实现 19.6%的涨幅，较上证综指超额收益 7.9%；8 月 14、17 短短两个交易日板块再度实现 7.6%的

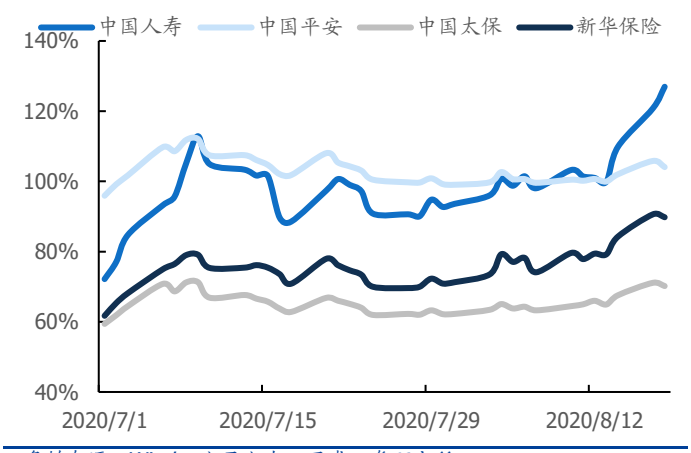
涨幅，超额收益 4.0%。以整体 7 月初以来截至 8 月 18 日，板块涨幅 18.1%，上证综指涨幅 16.5%，但个股层面国寿、新华分别上涨 75.9%、45.5%，对应 19E 的 P/EV 估值分别达到 1.27 倍、0.90 倍。

图表 83：2020Q3 保险个股涨幅情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 84：2020Q3 保险个股 P/EV 估值情况



资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

后期展望看，我们认为本轮行情仍然没有结束，参考历史五轮的复盘：

- 投资端看，长端利率预期稳定，基本维持在 3%左右震荡，目前看基本不会成为压制估值的因素；权益市场方面整体预期向好，暂不会出现系统性风险。

- 负债端看，行业景气度有望步入新一轮的上行周期。短期看，今年开门红的低基数+管理层诉求+基本法修订、获客型产品策略等公司层面的提前准备使得市场对明年开门红的高增长充满期待；中期展望，在利率下行、理财产品净值化的大环境下，保险产品的潜在刚兑属性使得优势逐步凸显，且当前看上市险企在险种设计上不断创新以提升吸引力，包括增额终身寿险、两全+重疾形态的保障型产品、高端医疗险、养老险、长护险等持续丰富。

- 政策端看，重疾修订的炒停预期以及对养老大空间的期待，会成为股价及估值的刺激因素。

- 此外，四季度将逐步进行估值切换，今年由于权益市场的上涨带动投资偏差的正向贡献，各家公司基本能实现 15%以上的 EV 增长，进一步打开估值空间。

◆ **行情终止**

对于本轮行情，我们认为后期仍然会有持续向上的动力，主要在于利率企稳的预期之下，对明年开门红高增长、行业景气度回升的一致预期叠加年底的估值切换有望再推动板块估值持续修复。后期层面看，如权益市场下行、利率下行或明年开门红表现不及预期，都可能会最终成为本轮行情终止的核心影响因素。

风险提示

1） 权益市场下行风险：如权益市场持续下行，保险股的高β属性同样会使得板块存在持续下行压力；

2） 长端利率下行风险；如长端利率持续下行，会对保险公司产生长期利差损的担忧以及资产再配置的压力；

3） 开门红不及预期风险：当前市场对上市险企 2021 年开门红预期较为一致且积极，如 2021 年开门红表现不及预期，可能会对估值及股价产生影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称"本公司"）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议,本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归"国盛证券有限责任公司"所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为"国盛证券研究所"，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层
邮编：100032
传真：010-57671718
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦明路 868 号保利 One56　1 号楼 10 层
邮编：200120
电话：021-38934111
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com

考研资料：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）
英语类：四六级万词班专四专八雅思等
财经类：初级会计、中级会计、注册会计、高级会计、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审
公务员：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360
银行：银行招聘、笔试、面试
教师资格：小学、中学、教师招聘面试
建筑：一建、二建、消防、造价
法考：主观题、客观题
多平台网课：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容
精选资料：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI 课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...
押题：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。
资料领取微信：1131084518
行业报告：20000 份+持续更新

英语四六级备考资料	计算机二级备考资料	150 所高校考研专业课资料
两小时搞定毛概马原思修近代史纲	高数(微积分)+线性代数+概率论	素描 0 基础入门教程
教师资格证全套备考资料	普通话考试资料礼包	书法教程微信 2270291360
大学生英语竞赛备考资料	大学生数学竞赛备考资料	1000 份各行业营销策划方案合集
挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料	电子设计竞赛必备资料	街舞 0 基础入门教程
托福雅思备考资料	大学物理学科攻略合集	动漫自学教程
SCI 最全写作攻略	TEM4/TEM8 专四专八备考资料	教师资格证面试试讲万能模板
360 份精美简历模板	数学建模 0 基础从入门到精通	100 套快闪 PPT 模板
Vlog 制作最全攻略	超强 PR 模板	42 套卡通风 PPT 模板
PS 零基础教程微信 1131084518	PS 高级技能教程	63 套酷炫科技 PPT 模板
好用到极致的 PPT 素材	128 套中国风 PPT 模板	32 套 MBE 风格 PPT 模板
327 套水彩风 PPT 模板	295 套手绘风 PPT 模板	54 套毕业答辩专属 PPT
196 套日系和风 PPT 模板	82 套文艺清新 PPT 模板	57 套思维导图 PPT 模板
163 套学术答辩 PPT 模板	53 套北欧风 PPT 模板	34 套温暖治愈系 PPT 模板
118 套国潮风 PPT 模板	30 套仙系古风 PPT	126 套黑板风 PPT 模板
114 套星空风格 PPT 模板	192 套欧美商务风 PPT 模板	42 套绚丽暈染风 PPT
50 套精美 INS 风 PPT 模板	56 套水墨风 PPT 模板	137 套清爽夏日风 PPT 模板
98 套森系 PPT 模板	25 套简约通用 PPT 模板	记忆力训练教程
300 套教学说课 PPT 模板	123 套医学护理 PPT 模板	AE 动态模板微信 2270291360
毕业论文资料礼包	教师资格证重点笔记+易错题集	表情包制作教程
吉他自学教程（送 6000 谱）	钢琴自学教程（送 1000 谱）	区块链从入门到精通资料
2000 部 TED 演讲视频合集	Excel 从入门到精通自学教程	单片机教程
230 套可视化 Excel 模板	1000 款 PR 预设+音效	1000 份实习报告模板
手绘自学教程微信 1131084518	单反从入门到精通教程	人力资源管理师备考资料
英语口语自学攻略	粤语 0 基础从入门到精通教程	证券从业资格证备考资料
日语自学教程	韩语自学教程	PHP 从入门到精通教程
法语学习资料	西班牙语学习资料	炒股+投资理财从入门到精通教程
全国翻译专业资格考试备考资料	BEC 初级+中级+高级全套备考资料	大数据学习资料
SPSS 自学必备教程	Origin 自学必备教程	会计实操资料
LaTeX 全套教程+模板	EndNote 教程+模板	小提琴 0 基础入门自学教程
GRE 超全备考资料	200 份医学习题合集	司考备考资料

思维导图教程＋素材	20000 份行业研究报告	一级造价工程师备考资料

上万 GB 教学资料（均全套,非杂乱）免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等（全套 1000 多 GB）

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等（更新超 2000GB）

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料（超过 2 万 GB）

陈安之	曾仕强	马云	杜云生	翟鸿燊	刘一秒	俞凌雄
王健林	余世维	雷军	周文强	安东尼罗宾	董明珠	李嘉诚
徐鹤宁	冯晓强	李践	刘克亚	罗伯特清崎	戴志强	李伟贤
苏引华	史玉柱	李强	俞敏洪	杰亚伯拉罕	周鸿祎	唐骏
梁凯恩	陈永亮	傅佩荣	贾长松	易发久	李彦宏	湖畔大学
李开复	聂枭	悟空道场	魏星	姬剑晶	其他名师全集	其他资料下载
王兴	王智华	智多星	陈文强	周导		微信 2270291360
泡妞	撩汉	泡仔	房中术	性福课	驻容术	泡妞撩汉性福合集

注：太多了，无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

记忆力训练	形象礼仪	健康养生	企业管理	沟通技巧
演讲与口才	经理修炼	MBA 讲座	时间管理	战略经营
企业文化	销售心理	管理素质	国学讲座	执行力
团队管理	领导艺术	员工激励	潜能激发	谈判技巧
绩效管理	薪酬管理	43 份直销制度	电话销售	人力管理
客户服务	创业指南	市场营销	餐饮管理	保险讲座
品牌营销	酒店管理	汽车 4S 店	众筹资料	销售技巧

兴趣爱好：	钓鱼教程	魔术教学	炒股教学	美术教学	书法教学
音乐乐器：	萨克斯教学	电子琴教学	小提琴	古筝教学	钢琴教学
	吉他教学				
体育运动：	篮球教学	足球教学	羽毛球教学	兵乓球教学	太极拳教学
	围棋教学	高尔夫球			
生活实用：	插花教学	茶艺-茶道	唱歌教学	单反相机摄影	毛线编织
	小吃+美食				
语言学习：	英语				
电脑 IT：	办公 office	PS 美工教学			

暗号：666

免费领取资料微信

1131084518

微信1131084518

撩汉liaohan.net

最好资源zuihaoziyuan.com

如果群里报告过期

请加微信联系我索取最新

1、每日微信群内分享7+最新重磅报告;

2、每日分享当日华尔街日报、金融时报

3、如果看到群里报告过期了，请扫码联系

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，仅分发做内部学习

扫一扫二维码后台回复 加群

加入“研究报告”微信报告群。